جامعة اليرموك
كلية الشريعة والدراسات الإسلامية
قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية

سوق المشتقات الماليزية (تقدير اقتصادي وشرعي)
The Malaysian Derivatives Market (An Economic and Shariah Evaluation

قدمت هذه الرسالة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير من جامعة اليرموك/ الاقتصاد والمصارف الإسلامية

تقديم الطالبة
نورليا مت سعيد جعفر

إشراف :

الدكتور كمال توفيق حطاب – مشرفا رئيسا
الأستاذ الدكتور علي محمد الحسين الموسى – مشرفا مشاركا

الفصل الدراسي الأول
٢٠٠٧/٢٠٠٦

جامعة اليرموك
كلية الشريعة والدراسات الإسلامية
قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية

سوق المشتقات الماليزية (تقدير اقتصادي وشرعي)

The Malaysian Derivatives Market (An Economics and Shariah Evaluation)

نورليا مت سعيد جعفر

بكالوريوس قانون الجامعة الإسلامية العالمية الماليزية ٢٠٠١

ماجستير قانون مقارن الجامعة الإسلامية العالمية الماليزية ٢٠٠٢

قدمت هذه الرسالة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير من جامعة اليرموك/ الاقتصاد والمصارف الإسلامية

وافق عليها

د. كمال توفيق حطاب .... مشرفا رئيسا
أستاذ مشارك – جامعة اليرموك

أ.د. علي محمد الحسين الموسى .... مشرفا مشاركا
أستاذ في الفقه المقارن - الجامعة الأردنية

د. عبد الجبار حمد السبهاني .... عضوا
أستاذ مشارك – جامعة اليرموك

د. محمد عبد المنعم أبو زيد .... عضوا
أستاذ مساعد – جامعة اليرموك

٢٠٠٦م

بسم الله الرحمن الرحيم

الإهداء

إلى كل العاملين المخلصين لدينهم

وإلى أبي وأمي اللذين ربياني على الفضيلة، وأرشداني إلى طريق النور،

منذ نعومة أظفاري، داعيا الله عز وجل أن يرحمهما كما ربياني صغيرا

وإلى أساتذتي الذين علموني ولو حرفا

وإلى أخواني وأخواتي

وإلى صديقاتي طلبة العلم الشرعي

إليهم جميعا أهدي هذا العمل المتواضع

شكر وتقدير

الحمد لله الذي أنعم علي بإتمام هذه الرسالة، وأسأله جل وعلا أن يكون عملي هذا خالصا لوجهه الكريم، والصلاة والسلام على إمام المرسلين وسيد الخلائق محمد صلى الله عليه وسلم وبعد ...

فإنني أتقدم بالشكر الجزيل، والامتنان الوفير إلى الأساتذة الأفاضل المشرفين الدكتور كمال توفيق حطاب والأستاذ الدكتور علي الصوا على تفضلهما بقبول الإشراف على هذه الرسالة، وعلى نصائحهما القيمة، فاستفدت من ملاحظاتهما وتوجيهاتهما السديدة، فجزاهما الله خيرا الجزاء وبارك الله لهما في جهودهما المخلصة.

كما أتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى فضيلة الدكتور عبد الجبار حمد السبهاني والدكتور محمد عبد المنعم أبو زيد على تفضلهما بقبول مراجعة هذه الرسالة ومناقشتها.

وأتقدم أيضا بجزيل الشكر والتقدير إلى الدكتور علي قضاه في قرية اللغة بجامعة اليرموك والدكتور عماد بركات والدكتور عيسى ضيف الله المنصور في قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة بجامعة اليرموك على ما قدموه من المساعدة.

وكامل التقدير والعرفان لهيئة الأوراق المالية الماليزية (Securities Commission of Malaysia) وأخص منهم بالشكر الوافر الموظفين في قسم سوق رأس المال الإسلامي (Islamic Capital Market Department) والمسؤولين بمكتبة الهيئة بذاتها الذين ساعدوني في الحصول على المراجع والبيانات الهامة عن سوق المشتقات في ماليزيا بصورة خاصة.

وأخص بالذكر الأخت سحاسورياني صفرالدين جعفر التي سهرت معي أوقاتا طويلة، والأخت شاديه خليل الشرع، والأخت فتحية حامد قيسية، والأخت زاهرة علي بني عامر، والأخت رانية العلاونة، فإنني أتقدم بجزيل الشكر والتقدير لهن على

ما قدمن من المساعدة. وأيضا أتوجه بالشكر الجزيل والامتنان إلى الأخت نايفة العمري على كل المساعدة التي قدمتها من أول إنجاز هذه الدراسة حتى إتمامها.

وأخيرا أتوجه بخالص الشكر والامتنان لكل الأساتذة الأفاضل في كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، بجامعة اليرموك، ولكل من ساهم في إنجاز هذه الدراسة الذين ما بخلوا عليّ بجهد فكري أو مادي، والزملاء والزميلات في قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية.

فجزاهم الله عني خير الجزاء...

الباحثة

نورليا مت سعيد جعفر

فهرس المحتويات

جامعة اليرموك
كلية الشريعة والدراسات الإسلامية
قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية

سوق المشتقات الماليزية (تقدير اقتصادي وشرعي)

The Malaysian Derivatives Market (An Economics and Shariah Evaluation)

إعداد : نورليا مت سعيد جعفر

قدمت هذه الرسالة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير من جامعة اليرموك/ الاقتصاد والمصارف الإسلامية

أعضاء لجنة المناقشة :

د. كمال توفيق حطاب .... مشرفا رئيسا

أ.د. علي محمد الحسين الموسى .... مشرفا مشاركا

د. عبد الجبار حمد السبهاني .... عضوا

د. محمد عبد المنعم أبو زيد .... عضوا

الفصل الدراسي الأول

٢٠٠٦/٢٠٠٧م

الملخص باللغة العربية

نورليا مت سعيد جعفر، سوق المشتقات الماليزية (تقدير اقتصادي شرعي)
رسالة ماجستير في قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية
جامعة اليرموك في العام ٢٠٠٦

إشراف

د. كمال توفيق حطاب   مشرفا
أ. د. علي محمد الحسين الموسى مشرفا مشاركا

أصبحت سوق المشتقات في الوقت الحاضر مهمة في المجال الاقتصادي لأنها تعطي آليات جديدة للمستثمرين لحمايتهم من المخاطر التي تحدث في تغيرات أسعار الأوراق المالية. هدفت الدراسة إلى بيان مفهوم سوق المشتقات الماليزية وتاريخ نشأتها وأهميتها في الحياة الاقتصادية، ومن ثم تقديرها اقتصاديا وشرعيا.

تتداول أدوات المشتقات في ماليزيا، أولا : في سوق منظمة وهي البورصة الخاصة بها، وثانيا : خارج البورصة (Over-the-counter). وتركز الدراسة على مناقشة أدوات المشتقات المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة. لذلك، جاءت هذه الدراسة لبيان الواقع الفعلي لبورصة المشتقات في ماليزيا وبيان الأحكام الشرعية في عقود المستقبليات والخيارات والتكييف الفقهي لها ومدى توافقها مع

الشريعة ودراسة تطور سوق المشتقات الماليزية ودورها في تطوير الأسواق المالية في ماليزيا.

المصطلحات الأساسية : البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة، الاستثمار، التحوط، عقود المستقبليات، عقود الخيارات.

مقدمة

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على رسول الله وعلى آله وصحبه أجمعين.

أما بعد،

أصبح الناس في الوقت الحاضر أكثر اهتماما بالاستثمار، ولا سيما الاستثمار في الأسهم والسندات. لكن التطورات الهائلة التي حدثت في الصناعة المالية أوجدت أسواقا مالية أخرى منها سوق المشتقات التي لم تزل ماهيتها غير واضحة للعديد من المستثمرين. لذا كان لا بد من بيان الدور الذي تلعبه والوظائف الاقتصادية العديدة التي تقوم بها، ولا سيما في إدارة المخاطر، كما أنها وسيلة فعالة جدا للتحوط من الأخطار. والمشتقات عبارة عن عقود تعطي لحاملها الاختيار أو الالتزام بشراء أو بيع أصل ما. وهي عقود تشتق قيمتها من قيم الأصول الاستثمارية كالأسهم أو السندات أو السلع أو العملات الأجنبية. وتنقسم إلى السوق الآجلة وسوق المستقبليات، وسوق الخيارات، وسوق المبادلات (swaps)، ومن أهم هذه الأدوات هي العقود المستقبلية والخيارات، نظرا لكبر حجم التعامل في هذه الأدوات.

وهناك اختلاف بين العلماء حول التعامل بأدوات المشتقات، فمنهم من يقول بأن هذه العمليات جائزة شرعا، ومنهم من يقول أنها غير جائزة، وتعطي اللجنة الرقابة الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية وجهة نظر مختلفة عن هذه العمليات وترى إن بعض عمليات المشتقات جائزة و يجوز التداول بها.

ولهذا جاءت هذه الدراسة لإلقاء الضوء على موضوع سوق المشتقات والتكييف الفقهي لمعاملاتها ودورها في تطوير الأسواق المالية، بالإشارة على وجه الخصوص إلى تجربة بورصة المشتقات الماليزية.

أهمية الدراسة

تبرز أهمية هذه الدراسة من الأهمية التي يحتلها سوق المشتقات باعتباره وسيلة فعالة للتحوط من الأخطار. وتستخدمها المنشآت التجارية والمؤسسات المالية لكي يكون تعرضها للخطر في مستوى مقبول. إزاء تغيرات أسعار الأوراق المالية. ونظرا لأهمية هذا السوق في الوقت الحاضر، ظهرت حاجة إلى معرفة الموقف الشرعي من عملياته ومدى توافقها مع الشريعة، ومن ثم دراسة تطبيقها في الوقت الحاضر.

أهداف الدراسة

جاءت هذه الدراسة لتحقيق الأهداف الآتية :

١) بيان مفهوم سوق المشتقات الماليزية وتاريخ نشأتها وأهميتها في الحياة الاقتصادية.

٢) دراسة الواقع الفعلي للعمليات في بورصة المشتقات الماليزية وبيان الأحكام الشرعية في عقود المستقبليات وعقود الخيارات، والتكييف الفقهي لها ومدى توافقها مع الشريعة.

منهج الدراسة

المنهج الذي يتبعه الباحثة في دراستها لهذا الموضوع هو المنهج الوصفي التحليلي، وذلك عند الحديث عن ماهية وطبيعة سوق المشتقات بشكل عام، وبورصة المشتقات الماليزية المحدودة بشكل خاص، ودورها في تطوير سوق رأس المال الماليزي ، ثم تحليل العمليات في سوق المشتقات على ضوء الشريعة، وبيان ما يوافق الشرع لتنميتها

والاستفادة منها، وما يخالف الشرع لاجتنابها والابتعاد عنها، وتعديل ما يمكن تعديله ليوافق الشرع ويستفاد منها.

فرضيات الدراسة

إن فرضيات هذه الدراسة هي :

١) سوق المشتقات الماليزية هي سوق منظمة ومدعمة لسوق رأس المال الماليزي وتوفر إدارة مخاطرة فعالة للمستثمرين.

٢) سوق المشتقات نافعة في مجال الصناعة المالية الإسلامية إذا جرى تعديلها لكي تصبح موافقة لأحكام الشريعة.

٣) إن العمليات في سوق المشتقات متوافقة مع أحكام الشريعة.

حدود الدراسة

تركز الدراسة على مناقشة نظرية سوق المشتقات بشكل عام، وهي تتضمن السوق الآجلة ، وسوق المستقبليات، وسوق الخيارات. ومن ثم ينحصر تطبيقها في بورصة المشتقات الماليزية المحدودة (Bursa Malaysia Derivatives Berhad) ، وتركز المناقشة على عقود المستقبليات وعقود الخيارات المتداولة في هذه البورصة وبيان التكييف الفقهي لها، ولا تتضمن هذه الدراسة مناقشة عقود المبادلات (swaps) لأن هذه العقود تتداول خارج البورصة.

الدراسات السابقة

هناك بعض الدراسات التي لها علاقة بموضوع الدراسة، بعضها باللغة الانجليزية وبعضها باللغة العربية. ومن هذه الدراسات :

1) The Market for Financial Futures, Options & Derivatives (New Investment Instruments for the Malaysian Capital Market), By Encik Mohd Azwar Mahmud, The 1994 Conference on Malaysian Capital Market, Shangri-La Hotel, Kuala Lumpur, 10/03/1994.

(سوق المالية للمستقبليات، الخيارات والمشتقات (أدوات الاستثمار الجديدة في سوق رأس المال الماليزي)، لمحمد أزوار محمود، مؤتمر سوق رأس المال الماليزي لسنة ١٩٩٤، كوالا لمبور، ١٩٩٤/٣/١٠)

تحدث الكاتب في هذه الدراسة عن طبيعة سوق المستقبليات والخيارات وأدوات المشتقات الأخرى، وتنظيم سوق المشتقات، وأهداف التنظيم، ومدى المخاطر ودور المضارب (speculator) في سوق المشتقات. إلا أن هذه الدراسة لم تتطرق للجوانب الفقهية لهذا الموضوع وهو ما تعد هذه الدراسة به، وتتميز الدراسة الحالية بدراسة أدوات المشتقات من ناحية شرعية.

2) Understanding Futures & Options Trading in Malaysian Derivatives, By Hamzah Mahmood, Conference Hall 1, Securities Commission, Kuala Lumpur, 22/09/2001.

(فهم المستقبليات والخيارات في المشتقات الماليزية، لحمزة محمود، في هيئة الأوراق المالية كوالا لمبور، ٢٠٠١/٩/٢٢).

ركزت هذه الدراسة على مفهوم المستقبليات، وتنظيم السوق، ومستقبليات مؤشر الأسهم، ومفهوم الخيارات، واستراتيجيات في الخيارات وتسعير الخيارات، لكنها لم تتطرق إلى الحكم الشرعي والمنظور الفقهي في عملياتها.

3) Conference on Stock Index Futures - Basics of stock index futures & derivative, By Ms Zoe Little, Subang Jaya Holiday Villa, 26 & 27 February 1992.

(أساسيات مؤشر أسهم المستقبليات والمشتقة – مؤتمر مؤشر أسهم المستقبليات، لزو ليتل، ٢٦، ٢٧/ ١٩٩٢/٢).

تحدثت هذه الدراسة عن طبيعة مستقبليات مؤشر الأسهم ومميزاتها والتحوط وكيفية التعامل بها. إن هذه الدراسة هي دراسة تقليدية لعمليات سوق المشتقات.

4) Conference on Financial Derivatives and risk management, By Securities Commission of Malaysia, Concorde Hotel, Kuala Lumpur, 10-13 Oct. 1995.

(مؤتمر في المشتقات المالية وإدارة المخاطر، هيئة الأوراق المالية الماليزية، كوالا لمبور، ١٠-١٣/١٠/١٩٩٥).

تحدثت هذه الدراسة عن طبيعة المستقبليات والخيارات في ماليزيا وتاريخ نشأتها وتطويرها وتطوير بورصة المالية الماليزية ومراقبة السوق وحماية المستثمرين، وهذه الدراسة هي الدراسة التطبيقية التقليدية لأدوات المشتقات في سوق المشتقات الماليزية.

٥) الاستثمار في الأوراق المالية، لمحمد صالح الحناوي، الدار الجامعية، مصر، ٢٠٠٢ /٢٠٠٣.

تحدث هذا الكتاب عن كيفية الاستثمار في الأوراق المالية منها الاستثمار في عقود الخيارات. ولكنه لم يتحدث عن أدوات المشتقات الأخرى، خاصة عقود المستقبليات، بالإضافة أن دراسته كانت دراسة نظرية تقليدية لعمليات سوق الأوراق المالية.

٦) بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، شعبان محمد إسلام البرواري، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، ٢٠٠٢.

تحدث هذا الكتاب عن مفهوم البورصة ونشأتها، وتداول الأسهم والسندات في البورصة من منظور إسلامي، وعمليات بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي منها العمليات الآجلة والخيارات. ولكن هذه الدراسة ليست الدراسة التطبيقية لأدوات المشتقات وتتميز الدراسة الحالية بدراسة تطبيقية في سوق المشتقات الماليزية ودراسة

مقارنة التكييف الفقهي بين مجمع الفقه الإسلامي ومجلس الرقابة الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية في أدوات المشتقات خاصة في عقود المستقبليات.

ونظرا لما سبق من عرض لبعض الدراسات السابقة التي استطاع الباحثة الحصول عليها حول هذا الموضوع، تبين للباحثة إن بعض هذه الدراسات هي دراسات سوق المشتقات من ناحية نظرية تقليدية، ومنها دراسة سوق المشتقات من ناحية تطبيقية تقليدية، ومنها دراسة نظرية وشرعية لأدوات المشتقات، وتحتاج إلى صياغة جديدة لكي تتضمن مناقشة سوق المشتقات من ناحية نظرية وتطبيقية وشرعية، وسيقوم الباحثة بتفصيل ذلك، بالإضافة إلى دراسة تطبيقية وتجريبية في سوق المشتقات الماليزية.

خطة الدراسة

تتضمن هذه الدراسة أربعة فصول وهي كما يلي:

الفصل التمهيدي : ماهية أسواق المشتقات ونشأتها وأهميتها وخصائصها وأنواعها

الفصل الأول : سوق المشتقات الماليزية : البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة (Bursa Malaysia Derivatives Berhad)

الفصل الثاني : ماهية عقود المستقبليات في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة (Bursa Malaysia Derivatives Berhad)

الفصل الثالث : التقدير الاقتصادي والشرعي لعقود المستقبليات المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة

الفصل الرابع : ماهية عقود الخيارات في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة (Bursa Malaysia Derivatives Berhad) : تقدير اقتصادي وشرعي

الفصل التمهيدي

الفصل التمهيدي:
ماهية أسواق المشتقات ونشأتها وأهميتها

المبحث الأول : السوق الآجلة والمستقبلية

المطلب الأول : مفهوم السوق الآجلة والمستقبلية وتاريخ نشأتها وأهميتها

المطلب الثاني : خصائص العقود الآجلة وعقود المستقبليات

المطلب الثالث : الفرق بين العقود الآجلة والمستقبلية

المطلب الرابع : أنواع عقود المستقبليات

المطلب الخامس : مواصفات العقد

المبحث الثاني : سوق الخيارات

المطلب الأول : مفهوم سوق الخيارات وتاريخ نشأتها وأهميتها

المطلب الثاني : أركان عقود الخيارات

المطلب الثالث :خصائص سوق الخيارات

المطلب الرابع : أنواع عقود الخيارات

المطلب الخامس : أساليب تحديد ثمن (المكافأة) الخيار والعوامل المؤثرة عليه

المطلب السادس : مقارنة عقود الخيارات مع عقود المستقبليات

الفصل التمهيدي: ماهية أسواق المشتقات ونشأتها وأهميتها وخصائصها وأنواعها

تمهيد

تعتبر سوق المشتقات وسيلة فعالة ومتميزة خاصة للتحوط من الأخطار في الاستثمار لأن المستثمرين يفضلون الاستثمار في الأدوات المالية التي تعرضهم لدرجة قليلة من المخاطرة، كما أنها أيضا وسيلة فعالة للمراجحة (Arbitraging) [*] والمضاربة (Speculating). والمشتقات عبارة عن عقود تعطي لحاملها الاختيار أو الالتزام بشراء أو بيع أصل ما،[١] وهي عقود تشتق قيمتها من قيم الأصول الاستثمارية كالأسهم أو السندات أو السلع أو العملات الأجنبية.[٢] إن سوق المشتقات هي السوق التي يتم بها تداول أدوات المشتقات وتنقسم إلى السوق الآجلة (Forward Market)، وسوق المستقبليات (Futures Market)، وسوق الخيارات (Options Market)، وسوق المبادلات (Swaps Market).[٣] وعلى هذا، فسوف يتم تغطية هذا الفصل من خلال المباحث التالية :

المبحث الأول : السوق الآجلة والمستقبلية

المبحث الثاني : سوق الخيارات

(*) هي شراء عملات أو أصول مالية في السوق وبيع نفس الكمية في سوق آخر في نفس الوقت لتحقيق الربح من فارق السعر وارجع الفصل الثاني للتفصيل.

(١) عبد الحافظ، السيد البدوي، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة، توزيع دار الفكر العربي، القاهرة، ١٩٩٩، ص. ٦٩.

(2) Gary L. Gastineau and Mark P. Kritzman, The Dictionary of Financial Risk Management, Frank J Fabozzi Associaties, USA, 1996, p. 92.Look also Michael Becket, An A-Z of Finance, Kogan Page, London, 1999, p. 56

(٣) معروف، هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٣، ص. ١٥١.

المبحث الأول : السوق الآجلة والمستقبلية

تتناول الباحثة في هذا المبحث مناقشة السوق الآجلة والمستقبلية وتاريخ نشأتها وأهميتها في الحياة الاقتصادية. وتبدو أهمية هذه الدراسة لمعرفة مفهوم السوق الآجلة والمستقبلية من حيث المبدأ وكل ما تتعلق بهذه الأسواق قبل مناقشة تطبيق هذه العقود في ماليزيا. وذلك من خلال المطالب التالية.

المطلب الأول : مفهوم السوق الآجلة والمستقبلية وتاريخ نشأتها وأهميتها

إن السوق الآجلة هي سوق غير منظمة والتي تتداول فيها العقود الآجلة، وهي العقود تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة أصل معين في وقت مستقبلي يحدد مسبقا وبسعر يحدد مسبقا أيضا. (١) وهي عبارة عن اتفاقية بين طرفين لتسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلا وبسعر محدد يسمى سعر التنفيذ (exercise price)، ويتحدد في العقود عادة مواصفات الأصل كدرجة الجودة أو التصنيف والكمية وطريقة التسليم ومكان التسليم والسعر وطريقة السداد حيث يتم التفاوض على جميع هذه الأمور بين البائع والمشتري.(٢) وشروط العقود الآجلة من حيث السعر والكمية وتواريخ

---

(١) معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص. ١٥٤.

(2) Frank, K. Reily, Investment, 3rd Ed, The Dryden Press, Florida, 1992, p. 494,
وانظر أيضا خريوش، حسني علي وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، الشركة الدولية للتجهيزات والخدمات الهندسية والمكتبية، عمان، ١٩٩٦، ص. ٢٤١، وأنظر أيضا حطاب، كمال توفيق، نحو سوق مالية إسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، ص. ١١، وأنظر أيضا عبد الحافظ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة، مرجع سابق، ص. ٦٩.

الاستحقاق لا تكون موحدة بين جميع العقود إذ أنها تحدد عن طريق التفاوض بين الأطراف المعنية.[١]

إن ارتفاع أو انخفاض أسعار العقود الآجلة لا يصاحبها أي تدفقات نقدية للمستثمر، إذ إن قيمتها دائما تصبح إما موجبة أو سالبة (فوق الصفر أو تحت الصفر) كانعكاس لتغيرات أسعار العقود الآجلة بعد عملية الشراء، إذ أنه لا تتم التسوية النهائية للعقد الآجل من حيث الربح أو الخسارة إلا في تاريخ الاستحقاق. فلو فرضنا أن مستثمرا قد اشترى اليوم عقدا آجلا لسلعة معينة بسعر ١٠٠٠ دولار أمريكي، وفي الأسبوع التالي ارتفعت أسعار هذه السلعة مما أثر بالتالي على أسعار العقود الآجلة وكانت النتيجة ارتفاع أسعار هذه العقود عن الأسعار التي صدرت بها في الأسبوع الماضي. وبذلك فان قيمة العقد الآجل تصبح موجبة بنفس قيمة الزيادة في أسعار العقود الآجلة. أما إذا انخفضت أسعار العقود الآجلة فان العقود الجديدة سوف تصدر بأسعار أقل من الأسعار التي صدرت بها في الأسبوع الماضي. وبذلك تصبح قيمة العقد الآجل سالبة.[٢]

وقد تستخدم العقود الآجلة للوقاية من تقلب الأسعار السوقية للسلع[٣] أو أسعار الفائدة لأذونات الخزانة أو السندات أو القروض أو غيرها. وعندما تسمى العقود الآجلة لأسعار الفائدة Forward Rate Agreement (FRA) ، فبإمكان المستثمر الذي يريد الحصول على قرض معين مثلا أن يقوم بشراء عقد آجل لأسعار فائدة بمعدل فائدة ثابت محدد مسبقا، وأن يلزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال فترة محددة في العقد. ويضمن هذا النوع من العقود للمستثمرين حماية أنفسهم خلال فترة محددة من مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة.[٤]

---

(1) Andrew Inglis-Taylor, Dictionary of Derivatives , Macmillan Press Ltd, England, 1999, p. 57, also refer to M. Chance, Don., An Introduction to Options and Futures, 3rd ed, The Dryden Press, USA, 1992, pp. 3-4, p. 239,

وأنظر أيضا خريوش، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص. ٢٤١.

(٢) خريوش، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص. ٢٤١.

(٣) حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص. ١١.

(٤) خريوش، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص. ٢٤٢.

كما تستخدم العقود الآجلة لتقليل خطر تذبذب أسعار صرف العملات، وذلك بإبرام العقود الآجلة لأسعار الصرف في الأسواق العالمية. فإذا قام (أ) ببيع بضاعة على الحساب إلى (ب) في دولة أخرى على أن يقبض ثمنها بعد ستة شهور مثلا بالعملة الأجنبية وتوقع (أ) أن تنخفض قيمة العملة الأجنبية مستقبلا فإن بإمكانه أن يبيع العملات الأجنبية هذه من خلال السوق بسعر صرف يتم الاتفاق عليه آنيا على أن يتم التسليم بعد ستة شهور. وبذلك فإن أي انخفاض بالعملة الأجنبية لن يؤثر على صافي المبلغ الذي سوف يقبضه (أ) بعملته المحلية.(١)

إن العقود الآجلة هي الأساس في وجود عقود المستقبليات.(٢) والسوق المستقبلية هي السوق التي يتم فيها التعامل بين البائع والمشتري بالاتفاق على تسليم سلعة أو أصل (ورقة مالية) في تاريخ لاحق، على أن يدفع المشتري الثمن عند التسليم.(٣) ويلتزم كل من الطرفين بإيداع مبلغ معين يمثل نسبة مئوية معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه إما في صورة نقدية، أو في صورة أوراق مالية، وذلك لحماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالالتزامات المترتبة عليه.(٤) وبعبارة أخرى، إن العقود المستقبلية تعتبر اتفاقية بين مستثمر ومؤسسة تقاص (Clearing Corporation) لاستلام أو تسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلا وبسعر محدد سلفا. والعقود المستقبلية تكون موحدة من حيث تواريخ الاستحقاق، ويتم تداولها بوحدات نقدية موحدة أو بمضاعفاتها فمثلا نجد أنه يتم تداول العقود

---

(١) خريوش، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق ، ص. ٢٢٩.

(2) Bernstein, Jake, How The Futures Markets Work, New York Institute of Finance, USA, 1989, pp. 16-18.

(٣) خلف، فليح حسن، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، جدارا للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٦، ص. ٥١. وانظر أيضا عبد الحافظ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة، مرجع سابق، ص. ٦٩. وأنظر أيضا قرياقص، رسمية، أسواق المال، دار الجامعية، الإسكندرية، ١٩٩٩، ص. ٦٨.

(٤) بني هاني، حسين، الأسواق المالية طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، الطبعة الأولى، دار الكندي، عمان، ٢٠٠٢، ص. ١٧٩، وانظر أيضا هندي، منير إبراهيم، الأسواق الحاضرة والمستقبلية : أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، البحرين، ١٩٩٤، ص. ٣٢٣.

المستقبلية في الولايات المتحدة بوحدات نقدية ١٠٠،٠٠٠ دولار أمريكي أو بمضاعفاتها. وتقف مؤسسة التقاص كوسيط بين المشتري والبائع حيث تقوم بدور الكفيل لكل منهم لتنفيذ شروط العقد. وحتى تضمن مؤسسة التقاص التزام الأطراف بتنفيذ شروط العقد فإنها تفرض على المشتري دفع نوعين من الهامش (Margin)، أولا: هامش ابتدائي لضمان تنفيذ شروط العقد، وثانيا : هامش تغطية الخسائر لتغطية أي خسائر مبدئية تنتج عن تحركات أسعار البورصة.(١)

بدأت أسواق العقود المستقبلية كأسواق حاضرة (Spot Markets) أي أسواق نقدية (Cash Markets) على السلع الزراعية، يتم فيها استلام السلعة ودفع قيمتها نقدا فور التعاقد. كان هذا في القرن السابع عشر.(٢) وبعد ذلك أصبح استعمال السوق المستقبلية ضروري عندما ثبت عدم قابلية الأسواق الحاضرة لمعالجة فائض العرض والطلب للسلعة.(٣)

في السوق الحاضر يتم تسليم السلعة واستلام الثمن فور التعاقد. ولكن هب أن المشتري في حاجة إلى السلعة في المستقبل وليس الآن، حينئذ سيجد أمامه ثلاثة بدائل: البديل الأول هو شراء السلعة الآن وتخزينها إلى حين الحاجة إليها. البديل الثاني هو الانتظار حتى تاريخ الحاجة إلى السلعة، ثم شرائها من السوق الحاضر. أما البديل الثالث وهو التعامل في سوق العقود المستقبلية وذلك بشراء السلعة بسعر متفق عليه مسبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق يناسب توقيت الحاجة إلى السلعة. وبالطبع تختلف المخاطر والتكاليف المصاحبة للبدائل الثلاثة. ففي ظل البديل الأول يتكبد المشتري

---

(١) خريوش، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص. ٢٤٢، وأنظر ايضا جمل، جمال جويدان، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٢، ص. ١٨٥. وأنظر أيضا حبش، محمد محمود، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة (تطبيقات عملية)، الطبعة الأولى، تم طباعة هذا الكتاب بدعم من بنك الأردن المحدود، عمان، ١٩٩٨، ص. ٢٩٠.

(٢) هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية : أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، مرجع سابق، ص. ٣٦٤.

(3) Khoury, Sarkis J., Speculative Markets, Macmillan Publishing Company, New York, 1984, p. 149 and also refer to Futures Fundamentals from http://www.investopedia.com, this website was visited on 5th December 2005.

تكاليف التخزين. وفي ظل البديل الثاني هناك مخاطر تغير سعر السلعة في السوق الحاضر في تاريخ الشراء مقارنة بما كان عليه قبل ذلك. أما في ظل البديل الثالث أي التعامل في سوق العقود المستقبلية فلا توجد تكاليف للتخزين كما تنخفض أو تزول مخاطر التغير في الأسعار.[١]

ونلاحظ إن من أسباب ظهور أسواق العقود المستقبلية هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر (Price Risk). فالمزارع الذي سيجنى محصول القطن مثلا، في شهر سبتمبر/أيلول، يمكنه بيع المحصول في شهر مايو/مايس بمقتضى عقد مستقبلي، بسعر محدد من الآن بصرف النظر عن السعر السائد في السوق الحاضر في شهر سبتمبر/أيلول الذي قد يكون منخفضا بسبب وفرة المحصول.[٢]

وفي الولايات المتحدة تحولت السوق الحاضرة إلى سوق العقود المستقبلية في عام ١٨٦٠. وكانت سوق شيكاغو هي السوق الرائدة لتطوير العقود المستقبلية للسلع الزراعية وتطبيقها على الأدوات المالية حيث بدأ التعامل بهذه العقود المستقبلية في عام ١٩٧٢ من قبل السوق النقدي العالمي (IMM) وهو فرع من بورصة شيكاغو (Chicago Mercantile Exchange (CME).[٣] وتطورت الأسواق المالية المستقبلية بعد انهيار نظام " بريتون وودز " عام ١٩٧٣ حيث بدأ نظام تعويم أسعار العملات وأصبحت تتحرك العملات هبوطا وصعودا بحرية كاملة حسب العرض والطلب. ولقد عانت المؤسسات العالمية والتي تتعامل بحجم كبير من العمليات المالية بسبب تقلبات أسعار العملات وأسعار الفائدة بنسب عالية مما جعلها تتعرض لمخاطر كبيرة نتيجة لتحركات الأسعار.[٤]

---

(١) هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية : أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، مرجع سابق، ص. ٣٢٤-٣٣٥.

(٢) المرجع السابق ، ص. ٣٢٥.

(٣) حبش، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة (تطبيقات عملية)، مرجع سابق، ص. ٢٩٠. وأنظر أيضا هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية : أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، مرجع سابق، ص. ٣٢٤.

(٤) حبش، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة (تطبيقات عملية)، مرجع سابق، ص ٢٩٠.

ثم توسع التعامل بالعقود المستقبلية في الثمانينات والتسعينات حيث تم إنشاء أسواق مالية في أوروبا والشرق الأقصى تتعامل بهذه الأدوات، وأهم هذه الأسواق هي بورصة لندن العالمية للعقود المستقبلية والخيارات (London International Financial Futures & Options Exchange (LIFFE) والتي بدأت التعامل عام ١٩٨٢. إن الأسواق المستقبلية مسؤولة عن تنظيم قواعد المتاجرة بالعقود بالإضافة إلى تنظيم العضوية، وأهدافها العامة هي إيجاد أسواق تتمتع بالسيولة والنظام والمنافسة الحرة وهي عادة تخضع إلى إشراف حكومي. تشرف وتراقب على الأسواق المستقبلية في أمريكا مؤسسة حكومية تدعى Commodities Futures Trading Commission (CFTC).[١]

المطلب الثاني : خصائص العقود الآجلة وعقود المستقبليات

تتسم العقود الآجلة بخصائص الآتية :

١) يتم الاتفاق بين طرفين لتسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلا وبسعر محدد يسمى سعر التنفيذ.[٢]

٢) إن الشروط العقود الآجلة من السعر والكمية وتواريخ الاستحقاق لا تكون موحدة بين جميع العقود لأنها تحدد عن طريق التفاوض بين الأطراف المعنية.[٣] ولذلك، يمكن أن يتفق فيها العاقدان على تعجيل الثمن عند التعاقد أو دفع جزء منه وتأجيل الباقي إلى تاريخ التسليم.[٤]

---

(١) حبش، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة (تطبيقات عملية)، مرجع سابق، ص. ٢٩٠-٢٩١. وانظر أيضا جمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص. ١٨٧.

(2) Refer to Frank, investment, opcit, p. 494.

(3) Refer to M. Chance, An Introduction to Options and Futures, opcit, p. 3-4.

(٤) الاسلامبولي، أحمد محمد خليل، العقود المستقبلية ورأي الشريعة الإسلامية، رسالة الدكتوراه، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، جدة، ٢٠٠٣، ص. ١٨.

٣) إن العقود الآجلة ليست عقودا معيارية وهي في الحقيقة عقود شخصية غير نمطية ولا يتوقع أن تكون لها سوق تداول وهي تتداول خارج البورصة.(١)

٤) لا يتم إجراء أي تسوية قبل تاريخ التسليم. وأنه لا يقدم عليها إلا المتعاملون الراغبون في السلعة.(٢)

وتتسم عقود المستقبليات بخصائص عديدة، منها :(٣)

١) إن لعقود المستقبليات طرفين يقبل أحدهما بموقع المشتري أو المستلم للأصل الاستثماري (long position) والآخر بموقع البائع أو المسلم للأصل الاستثماري (short position) وبالتالي فإن ما يكسبه طرف في هذه العقود يخسره الطرف الثاني (في الموقع المعاكس).

٢) إن طرفي هذه العقود غالبا ما لا يعرف أحدهما الآخر. وبالتالي لا يدخل هذان الطرفان التبادل مع بعضها البعض مباشرة، ولكن من خلال بيوت التصفية (clearing house) التي تعمل كمشترية أو كبائعة دون أن تنافس أي من المشترين أو البائعين. وهي تمارس وظائفها الأساسية في توازن الحسابات ودفع الأرباح وتجميع المدفوعات وتحقيق الاستقرار وتجاوز التبادلات المباشرة بين المتعاملين وضمان إنجاز العقود بكفاءة.

٣) إن عقود المستقبليات عقود معيارية تنظم حسب أنماط محددة ويفترض منظموها مخاطر الفشل المتوقعة مسبقا. ويمكن للمالك الأصلي للسلعة أو الأداة تعديل هذه

---

(1) Refer to Andew Inglis-Taylor, Dictionary of Derivatives, opcit, 57 and look also M. Chance, An Introduction to Options & Futures, opcit, pp. 239-243. And refer also :
الاسلامبولي، العقود المستقبلية ورأي الشريعة الإسلامية ، مرجع سابق، ص. ١٩.

(٢) الاسلامبولي، العقود المستقبلية ورأي الشريعة الإسلامية ، مرجع سابق، ص. ٢٠.

(٣) معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص. ١٥٣-١٥٤.

العقود أو إلغائها بسهولة وقبل وقت التسليم. وقد تبين في إحدى الدراسات أن أقل من ٢٠% من العقود المذكورة تستمر حتى وقت التسليم دون تعديل أو إلغاء.

٤) يقوم متاجرو المستقبليات بوضع ما يعرف بالهامش المبدئي (initial margin) والذي هو أموال يجري إيداعها في حساب خاص لدى غرفة التصفية بالسوق المالية كضمان لاستيفاء الأطراف بالتزاماتهم ويحدد هذا الهامش بصيغ مختلفة، منها، وديعة حقيقية أو اعتماد مصرفي أو أذونات الخزينة وهو يمثل غالبا نسبة قليلة من القيم الإسمية للأصول الخاضعة لعقود المستقبليات والتي لا تتجاوز عادة ٥%.

وبشكل عام يحدد الهامش المطلوب حسب ظروف التبادل وسلوك المستثمر. فكلما سادت تقلبات الأسعار وكان المستثمر متحوطا فإن هذا الهامش يرتفع أكثر، وتتدخل بيوت التصفية بالتأثير على هذا الهامش من خلال بحثها عن استقرار السوق وموازنة الحسابات، وخاصة من خلال تحميل جزء من الخسائر على الهامش المذكور وإلزام المتاجرين بتوفير السيولة الإضافية لرفع موازنات اليومية.

٥) تحديد المجال الذي يسمح خلاله للأسعار المتفق عليها بالتغيير ولتحقيق هذه الخاصية يمنع أصحاب الودائع من استخدام المستقبليات لأغراض المضاربة.

٦) ولتوكيد الخاصية السابقة أن أسعار عقود المستقبليات ترتبط مباشرة بأسعار الأصول الاستثمارية وخاصة في الأسواق النقدية التي توفر فرص الربحية وتقل فيها المخاطر وذلك لإمكانية هذه الأسواق على تعديل الاختلالات التي تحدث في التعاملات السوقية الخاصة بالمستقبليات. وهنا يمكن ضمان علاقة قابلة للتنبؤ بين الأسعار التي ستسود الأسواق النقدية وتلك التي ستتحقق في أسواق المستقبليات.

٧) إن عقود المستقبليات متجانسة ومتماثلة، مما يسهل فهمها والتعامل بها.[١]

المطلب الثالث : الفرق بين العقود الآجلة والمستقبلية

تتشابه عقود المستقبليات مع العقود الآجلة في أنهما تهتمان بتعاملات تنفذ في وقت مستقبلي وتتضمنان تحديد كل من الأصل المتفق عليه وسعره وكميته ووقت تسليمه. غير أن هناك أوجها كثيرة للاختلاف بينهما تتضح من خلال نقاط المقارنة الآتية التي تخدم أيضا في إعطاء تفاصيل أدق حول نوعي العقود :

١) تعد عقود المستقبليات نمطية أو معيارية (standardized) حيث يحدد وقت التسديد وكميات وأنواع الأصول والمبالغ المتفق عليها بدقة تامة ووفق معايير محددة. وفي المقابل، تعد العقود الآجلة عقودا شخصية تسدد التزاماتها في أي وقت كان ويحدد المبلغ فيما بعد. وهكذا لا تترك الأساليب النمطية أو المعيارية في عقود المستقبليات مجال التفاوض أمام المتعاملين إلا على الأسعار. بينما يلاحظ في العقود الآجلة أنها ترتب حسب حاجات كل متاجر ووفق تقاليد مرعية ويمكن أن يجري التفاوض لتقييمها وبأي عملة كانت.[٢]

٢) ترتب عقود المستقبليات في أسواق منظمة ومفتوحة للمنافسة يشارك فيها مضاربون ومستثمرون أفراد وبنوك ومؤسسات مالية،[٣] لذلك فالبورصة هي الضامن لعقود المستقبليات أي تقوم بالوفاء بالالتزامات في حالة إخفاق أحد طرفي

(١) بني هاني، الأسواق المالية طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، مرجع سابق، ص. ١٨٠.
(٢) المرجع السابق، ص. ١٥٥، وأنظر أيضا عبد الحافظ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة، مرجع سابق، ص. ٦٩، وأنظر أيضا خريوش، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص. ٢٣٤.
(٣) معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص. ١٥٦.

التعاقد، الأمر الذي يعني خلو عقود المستقبليات من مخاطر الائتمان.[1] وفي المقابل، تنظم العقود الآجلة في أسواق مالية غير نظامية تعرف بأسواق ما وراء الكاونتر (over -the- counter market) وذلك عن طريق أجهزة فيها وبين مؤسسات مالية ومصرفية كبيرة عادة.[2]

٣) إن عقود المستقبليات يجري تنفيذها فيما بين طرفين غالبا لا يعرف أحدهما الآخر. وذلك حسب ظروف التبادل السائدة في المستقبل وبالتالي فإنها تواجه مخاطر الفشل (default risks) خاصة وأن هناك مجالا مفتوحا لدخول أي مستثمر أو أي بائع خلال فترة العقد ودون أي علاوة تذكر. بينما في المقابل تتسم العقود الآجلة بمخاطر أقل لفشلها وذلك لأن البنوك التجارية وشركات التأمين بفضل خبراتها تتدخل لتقليل هذه المخاطر.[3]

وفضلا عن ذلك فإن هذه العقود أقل سيولة ولا تواجه أسواقا ثانوية وبالتالي فإنها تتميز بمرونتها الأكثر لأنها لا تعد كعقود المستقبليات ولأنها تتحقق حيث يتفق طرفان يثق أحدهما بالآخر ودون أسواق أو قواعد نمطية تحديدية عامة.[4]

٤) إن عقود المستقبليات تجذب كلا من المتحوطين والمضاربين على السواء حيث يحاول المتحوطون من خلال هذه العقود تجاوز أو تقليل مخاطر السوق سواء أكانت عند البيع أو عند الشراء ويلجأ المضاربون إلى العقود المعنية وذلك لتحقيق أرباح سريعة وعالية نسبيا. وبالمقابل في حالة العقود الآجلة فإن المضاربين يعملون على تحديد سعر الصرف الآجل مثلا مساويا لسعر الصرف الحالي بينما يلاحظ بأن المتحوطين يحاولون جعل سعر الصرف الآجل مساويا لسعر الصرف الحالي زائدا هامش المخاطرة. وهنا عندما يكون هذا الهامش عاليا فإن تكلفة العقود الآجلة تكون كبيرة مقارنة بتكلفة عقود المستقبليات وهذا ما يقيد اندفاع المتعاملين للدخول في هذه

(١) عبد الحافظ، ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة، مرجع سابق، ص. ٦٩-٧٠.
(٢) معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص. ١٥٦
(٣) المرجع السابق.
(٤) المرجع السابق.

العقود (أي الآجلة) وهذا ما ينعكس على التجارة الدولية بالتقييد (عندما يكون موضوع التعاقد سعر الصرف).[1]

٥) إن سعر التسليم في عقود المستقبليات يعدّل أو يتابع احتسابه يوميا حسب ملاحظة سوق التصفية لتغييرات السعر في السوق أما سعر التسليم في العقود الآجلة فإنه يستمر حتى نهاية فترة العقد وبالتالي فإن الأول بعكس الثاني يتحمل السعر نفقات إضافية وتكاليف فرضية فمثلا عندما يكون هناك تكاليف التخزين والتأمين على أصل معين مثل القمح فإن هذه التكاليف تضاف إلى السعر الحالي (السائد) وإذا ما حقق المبلغ المحتفظ به عوائد معينة مثل فائدة مصرفية فإن هذه العوائد (أي الفائدة) تطرح من السعر الحالي. بينما في العقود الآجلة لا تتضمن أسعارها هذه الحسابات بل يترك تحديدها (أي الأسعار) للتفاوض بين الأطراف المتعاقدة. ولتجاوز مشكلات تقلب أسعار الصرف يلجأ المتاجرون عامة إلى أسعار الصرف الآجلة في الأسواق غير النظامية.[2]

٦) في عقود المستقبليات تعتبر العقود بين مؤسسة التقاص والبائع وبين مؤسسة التقاص والمشتري بينما في العقود الآجلة تعتبر العقود بين طرفين : البائع والمشتري.[3]

٧) في عقود المستقبليات يتم الاحتفاظ بهوامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار، وفي المقابل، يحدد الهامش في العقود الآجلة مرة واحدة يوم توقيع العقد.[4]

٨) يمكن تسوية عقود المستقبليات في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق ولكن في العقود الآجلة لا يمكن تسوية العقد إلا في تاريخ التسليم أو الاستحقاق.[5]

---

(١) معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص. ١٥٦-١٥٧.
(٢) المرجع السابق، ص. ١٥٧.
(٣) خريوش ، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص. ٢٤٣.
(٤) المرجع السابق.
(٥) المرجع السابق.

المطلب الرابع : أنواع عقود المستقبليات

يمكن تصنيف عقود المستقبليات طبقا أو اعتمادا على البضاعة أو السلعة أو الأداة المالية التي يشملها العقد، منها :[1]

١) مستقبليات السلع أو البضائع (Commodity Futures)

تشمل نطاق واسع من السلع والبضائع مثل الحبوب (Grains)، الصويا (Soya) ، اللحوم (Meats)، القطن (Cotton) والقهوة (Coffee).

٢) مستقبليات الطاقة (Energy Futures)

وتشمل النفط الخام (Crude oil)، النفط الحراري (Heating oil)، غاز البروبين (Propane)، البنزين يحوي الرصاص (Leaded gasoline).

٣) مستقبليات المعادن (Metal Futures)

مثل الذهب والفضة والنحاس والبلاتين (platinum) والبلاديوم (palladium).

٤) مستقبليات مؤشرات الأسهم (Stock Index Futures)

إن الأداة التي يشملها العقد في هذه الحالة هي عبارة عن محفظة أسهم تكون أحد مؤشرات أسهم السوق مثل مؤشر ستاندرد اندربور الذي يشمل ٥٠٠ سهم (Standard Poor's 500 Index) مؤشر بورصة نيويورك للأسهم (NYSE Index).

(١) مخامرة، وجدي، مستقبليات العملة، البنوك في الأردن، عدد ٨، المجلد الثامن عشر، تشرين الأول - تشرين الثاني ١٩٩٩، ص. ١٩- ٢٠.

٥) مستقبليات السوق النقدي (Money Market Futures)

إن الأداة التي يشملها العقد في هذه الحالة هي كمية محددة من أداة مالية ذات أجل قصير (أدوات السوق النقدي) أو فائدة قصيرة الأجل على مبلغ معياري من النقود. وأمثلة على ذلك، المستقبليات على أذونات الخزينة (Futures on Treasury Bills) ، المستقبليات على شهادات الإيداع والقروض أو الإيداعات قصيرة الأجل على اليورو دولار ، واليورو سترليني ، واليورو مارك.

٦) مستقبليات سندات الخزينة متوسطة وطويلة الأجل (Bond Note Futures)

وهي المستقبليات على أدوات الدين طويلة الأجل مثل سندات الخزينة متوسطة وطويلة الأجل الأمريكية ذات أجال سنتان، خمس سنوات، عشر سنوات وعشرين سنة، بالإضافة إلى السندات البريطانية (UK Bonds) والسندات الألمانية (German Bonds) والسندات الاسبانية (Spanish Bonds) والسندات الايطالية (Italian Bonds) والسندات الاسترالية (Australian Bonds) والسندات السويسرية (Swiss National Bonds).

٧) مستقبليات العملة (Currency Futures)

إن الأداة المالية التي يشملها العقد هي عبارة عن مبلغ محدد من عملة معينة ينطبق عليها مبدأ البيع مقابل عملة أخرى. ويشمل ذلك المستقبليات على الدولار/ المارك الألماني، الدولار/ الين، الدولار/ الفرنك السويسري، الدولار/ الجنية الإسترليني، الدولار/ الدولار الكندي. هذا ولا بد من عدم الخلط بين مستقبليات العملة مع المستقبليات على ودائع السوق النقدي بالعملات الرئيسية (Money Market Deposits) (مستقبليات السوق النقدي).

هذا وتعتبر القائمة التي تم استعراضها اعلاه غير كاملة، وذلك بسبب وجود أنواع أخرى من عقود المستقبليات، والتي تعتبر بعضها ذات سيولة عالية في حين ان بعضها من الصعب تداوله هذا وتشمل كل عقد من هذه العقود أداة مالية مختلفة أو انه يتداول في أسواق مستقبلية مختلفة.(١)

المطلب الخامس : مواصفات العقد

تختلف عقود المستقبليات عن العقود الأجلة بحيث أن عقود المستقبليات هي عقود منظمة ومعيارية. إن الأوصاف التالية هي أوصاف معيارية لعقود المستقبليات وهي تسمى بمواصفات العقد.(٢) ومواصفات العقد للمستقبليات كما يلي: (٣)

١) الأدوات المالية الأصيلة – Underlying Instrument

إن السلعة المعينة أو الأدوات المالية المستندة لعقود المستقبليات تسمى بالأدوات المالية الأصيلة، إما أن تكون أدوات نقدية (cash instrument) أو أدوات حاضرة (Spot instrument) أو أدوات مادية (Physical instrument).

---

(١) مخامرة، مستقبليات العملة، مرجع سابق، ص. ٢٠.

(2) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Examination Study Guide, Module 2, opcit, p. 1-6 and refer also Steven Lai, The Malaysian Derivatives Market, Capital Market Workshop, 26-28 February 2002, Conference Hall of Securities Commission, p. 4.

(٣) المرجع السابق.

٢) درجة التصنيف - Grade

إن درجة التصنيف أو الجودة للأدوات المالية الأصيلة محددة في عقود المستقبليات. وهذا يضمن بأن المتعاملين في السوق سيتاجرون فيها بالثقة، حيث يعرفون بأن كل صفقة تقوم على نفس النوع والجودة.

٣) التسعير - Price Quotations

تسعر عقود المستقبليات في نفس الوحدات الأساسية كسعر الأدوات المالية الأصيلة أو كالسعر الفوري. على سبيل المثال، تسعر عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام برينجيت ماليزي (Malaysian Ringgit) لكل طن متري كما يسعر زيت النخيل. عادة، وسيحدد حد أدنى للتقلبات السعرية. على سبيل المثال، في عقود المستقبليات لزيت النخل الخام، إن الحد الأدنى للتقلبات السعرية هي ١ رينجيت ماليزي (RM 1).

٤) حجم العقد – Contract Size

إن حجم العقد هو كمية الأدوات المالية الأصيلة المغطية بعقود المستقبليات. على سبيل المثال، فإن حجم عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام هو ٢٥ طن متري من زيت النخيل الخام. لذلك، إذا تتاجر بأربعة عقود، فهذا يعني أنه عندك ١٠٠ طن متري من الأدوات الأصيلة.

٥) شهر التعاقد - الشهور التي سيتم التعامل فيها على العقد – Contract Months

إن عقود المستقبليات متاجرة في شهور التسليم المعينة(*) التي تعني بأنها متوفرة فقط في بعض أشهر في السنة. على سبيل المثال، إن عقود المستقبليات لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالا لمبور (KLIBOR Futures) متوفرة فقط في مارس/آذار، يونيو/حزيران،

(*) الشهور التي سيتم فيها تسليم السلعة.

سبتمبر/أيلول وديسمبر/كانون الأول في كل سنة وحتى خمس سنوات للأمام. وعلى العكس، إن عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام متوفرة في كل شهر وحتى خمسة شهور للأمام، ولكن بعد ذلك، فقط في كل شهر على التناوب بحدود ١٢ شهر.

٦) تاريخ الانتهاء – Expiry Date

لكل عقود المستقبليات تاريخ انتهاء وهو اليوم الأخير للتجارة في شهر التعاقد المعين. في ذلك اليوم، مطلوب من أي المراكز المستقبلية المفتوحة (Open futures position) (*) تسليم السلعة أو تتم التسوية النقدية على العقد. وبعد تاريخ الانتهاء تزال عقود المستقبليات من الوجود.

٧) التسليم الفعلي أو التسوية النقدية – Physical Delivery or Cash Settlement

إذا كانت عقود المستقبليات قائمة حتى مدة الاستحقاق (التي لم يقفل مركزه على العقد)، سيتطلب من المتعامل التسليم الفعلي للأدوات الأصيلة. وإذا كان التسليم الفعلي لا يمكن، فالمطلوب هنا هو التسوية النقدية لإقفال المركز. على سبيل المثال، إن منتج الذهب الذي أبرم عقدا في سوق نيويورك للأوراق المالية لبيع ١٠٠ أونصة ذهب في شهر ديسمبر/كانون الأول، سيسلم الذهب إلى الموقع المحدد في العقد لتسوية مسؤوليته في عقود المستقبليات عند انتهاء العقد، وإذا لم يقفل المشتري مركزه على العقد في يوم التداول الأخير لشهر التسليم ،فعليه أن يقبل الذهب ويجب أن يدفع ثمنه بالكامل.

في بعض عقود المستقبليات، إن التسليم الفعلي للأدوات الأصيلة هو شيء غير محتمل، فبدلا من ذلك، يسدده المتعامل نقدا. وهذا يعني في تاريخ انتهاء العقد، إن حامل عقود المستقبليات سيدفع أو يستلم كمية النقود نتيجة عن الفرق في قيمة العقد، بين وقت

(*) يعني العقود القائمة التي لم يتم إصدار أمر بصفقة عكسية (Opposite transaction) أي أن يبيع عقدا مماثلا للعقد الذي سبق أن اشتراه ولكن على أساس السعر الجديد، وبذا يكون قد أقفل (close out) مركزه على العقود.

إبرام العقد ووقت التسوية النهائي. إن مشتري عقود المستقبليات سيدفع إذا كان سعر التسوية أقل من قيمة العقد عند انتهاء العقد وسيحصل على الربح إذا كان سعر التسوية أعلى من قيمة العقد عند انتهاء العقد.[1] ويتم هذا التداول بإصدار أمر بصفقة عكسية (Reverse Transaction).

هناك المصطلحات المهمة عند التداول بعقود المستقبليات [2]

١) المركز الطويل والقصير في عقود المستقبليات (Long and Short Futures Positions)

هناك اثنان من المصطلحات أكثر شيوعا يجب علينا أن نعرفهما عندما نتداول بعقود المستقبليات وهما : مركز طويل ومركز قصير.

- مركز طويل (Long Position) : إن المتعامل أو المتاجر الذي يشتري عقود المستقبليات هو الذي يأخذ مركزا طويلا. ويعقد هذا العقد لاستلام السلعة.
- مركز قصير (Short Position) : إن المتعامل أو المتاجر الذي يبيع عقود المستقبليات هو الذي يأخذ مركزا قصيرا. ويعقد هذا العقد لتسليم السلعة.

٢) درجة الرفع (Leverage)

من أهم الصفات المميزة لسوق المستقبليات هي وجود قوة الرفع. والرفع هو القدرة على تحقيق الأرباح الكبيرة (أو الخسائر) نتيجة لاستخدام كمية قليلة من رأس المال. إن الرفع في سوق المستقبليات هو شيء محتمل بسبب وجود نظام الهوامش. باستخدام كمية

---

(١) انظر :
Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Examination Study Guide, Module 2, opcit, p. 1-7.

(٢) المرجع السابق، ص. ١-٨ – ١-٩.

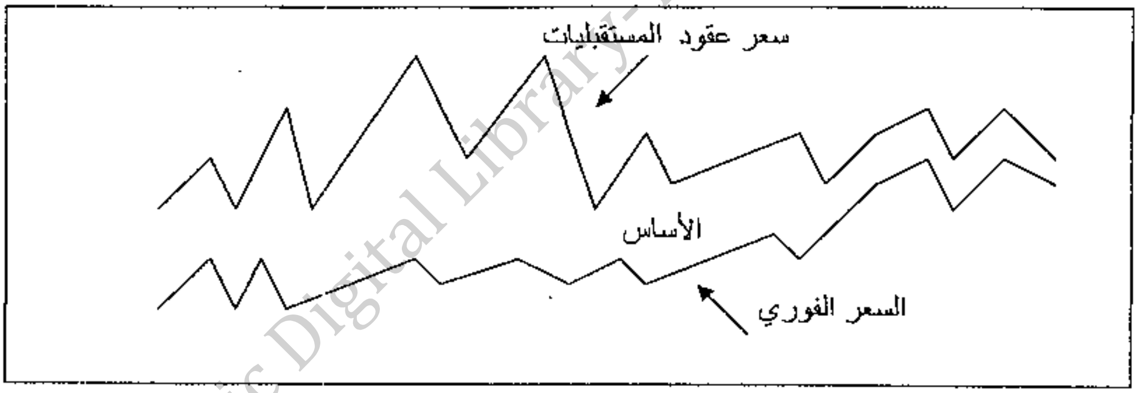
قليلة من الهامش يمكن للمتعامل أن يحقق أرباح ضخمة أو خسائر من التغيرات الصغيرة (Small Variations) في السعر.

٣) الأساس (Basis)

هو الفرق بين سعر الأصل في عقود المستقبليات وسعره في السوق الحاضرة، كما يبين الشكل التالي.

الشكل رقم (١) :

الأساس



المصدر : هيئة الأوراق المالية الماليزية

٤) حدود المركز (Position Limits)

هو الحد المفروض على العدد الكلي للمركز في عقود المستقبليات والخيارات لحساب واحد. ومن أهداف هذه الحدود هو اجتناب إمكانية العرقلة في سوق المستقبليات. عموما، إن حدود المركز للمضاربين أصغر مقارنة بالمتحوطين. وتضع بعض البورصة الحدود على المضاربين فقط.

٥) حدود الأسعار (Price Limits)

يمكن للبورصة أن تضع الحدود أيضا على أسعار عقود المستقبليات التي يمكن أن تتقلب أثناء جلسة التعامل في يوم واحد. إن حدود الأسعار اليومية هي عبارة عن عدد من النقاط فوق وتحت سعر تسوية اليوم السابق. إن السبب في وضع هذه الحدود هو السماح لمشاركي السوق لتقييم وتعديل المعلومات الجديدة قبل دخول السوق. وتعطي هذه الحدود فرصة لبيت المقاصة لتقييم التأثير المالي الذي يحدث من تغيير الظروف في السوق.

٦) حجم عقود المستقبليات والمراكز المفتوحة (Futures Volume and Open Interest)

إن التعامل في عقود المستقبليات له أثر كبير على حجم التعامل التجاري اليومي وإحصائيات المراكز المفتوحة:

١) حجم التعامل : هو مجموع المشتريات أو مجموع المبيعات أثناء جلسة التعامل وليس مجموع المشتريات والمبيعات معا.

٢) المراكز المفتوحة : عدد كلي من عقود المستقبليات في السوق، الذي في نهاية جلسة تعامل اليوم السابق ما زال يبقى مفتوحا (لا يقفل بالصفقة العكسية (offsetting trade) أو بالتسليم).

٧) Backwardation and Contango

إن سوق المستقبليات عادة تكون في Contango. إن سعر عقود المستقبليات والسعر الفوري عادة سيكون مماثلا في تاريخ انتهاء عقود المستقبليات، عندما يكون سعر عقود المستقبليات والسعر الفوري متقارب (Converge). قبل تاريخ الانتهاء، إن أسعار عقود المستقبليات عادة أعلى من الأسعار الفورية وتسمى هذه الحالة بـ Contango. ومن جانب

آخر، قد تكون أسعار عقود المستقبليات أقل من الأسعار الفورية وتسمى هذه الحالة بـ Backwardation . ويُستخدم أكثر هذان المصطلحان فيما يتعلق بعقود المستقبليات للسلع.

المبحث الثاني : سوق الخيارات

ستتناقش الباحثة في هذا الفصل سوق الخيارات لمعرفة مفهوم عقود الخيارات وتاريخ نشأتها وأهميتها ومناقشة أيضا كل ما يتعلق بعقود الخيارات. وعلى هذا ستتم هذه المناقشة من خلال المطالب التالية.

المطلب الأول : مفهوم سوق الخيارات وتاريخ نشأتها وأهميتها

إن سوق الخيارات يمكن أن تكون في إطار الأسواق المستقبلية،[1] وقد تكون أسواقا مستقلة،[2] أو أنها تمثل جزء من الأسواق الحاضرة، يتم فيها تداول أوراق مالية تتضمن حق الخيار للمتعامل، وحق الخيار قد يكون خيار بيع أو خيار شراء، يعطي لحامله الحق في شراء ورقة مالية أو بيعها خلال فترة محدودة، أو في تاريخ محدد، بسعر يتم الاتفاق عليه مسبقا، ويكون متاحا لصاحب حق الخيار تنفيذ عقد الخيار، أو عدم تنفيذه، ومقابل حصوله على حق الخيار هذا فانه يدفع لمن أعطاه هذا الحق ثمنا يتمثل بمكافأة غير قابلة للرد، ولا يوفر حق الخيار لحامله حقا مباشرا في ملكية المشروع أو أرباحه ما لم يتم

---

(١) خلف، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص. ٥٢، وانظر أيضا هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية : أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، مرجع سابق، ص. ٦٨.

(٢) خلف، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص. ١٨٣.

تنفيذ عقد الخيار، أي ما لم يتحقق لمشتري الورقة المالية محل الخيار ملكيتها فعلا، بعد تنفيذ العقد.(١)

ونلاحظ أن الخيار هو عقد يعطي لحامله حقا وليس التزاما بشراء أوراق مالية معينة بسعر معين (ويسمى Call option) أو بيعها (ويسمى put option) ، محدد مقدما (يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ- Exercise Price). ولفظ الخيار يعني أن مشتري هذا الخيار له حق في تنفيذ الاتفاق أو عدم تنفيذه وهذا الحق يحصل عليه الفرد مقابل دفع مبلغ معين غير قابل للرد كنوع من المكافأة أو التعويض "علاوة" (Premium) للطرف الآخر. وهذا الطرف الآخر يطلق عليه محرر حق الخيار (Option writer).(٢)

بدأ التعامل بحقوق الخيارات في الولايات المتحدة الأمريكية في أوائل السبعينات من القرن الماضي حيث كانت بدايتها عقودا خاصة تعقد مباشرة بين طرفي التعاقد. وقد كان للإجراءات والأنظمة التي قدمتها ونفذتها بورصة شيكاغو أثرا كبيرا على إحداث قفزة نوعية على تطور الأسواق في العالم.(٣) قد ظهرت عقود حقوق الخيار في بورصة لندن للأسهم في القرن التاسع عشر، ولكن المتاجرة بهذه العقود بشكل منظم بدأت عام ١٩٧٣ من قبل بورصة شيكاغو (Chicago Board Options Exchange) (CBOE).(٤).

وقد تطورت أسواق الخيارات تطورا كبيرا وأصبحت تشمل معظم السلع والأوراق المالية، ولاسيما بعد إنشاء سوق شيكاغو. تم تأسيس أسواق مماثلة في أمريكا منذ سنة ١٩٧٦ غير أنه منذ بداية الثمانينات تم إدراج أنواع جديدة من الخيارات تشمل الأسهم،

(١) خلف، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص. ٥٢.
(2) Andrew Inglis-Taylor, Dictionary of Derivatives, opcit, p. 88.
وأنظر قرياقص، أسواق المال، مرجع سابق، ص. ٥٩-٦٠، وأنظر أيضا بني هاني، الأسواق المالية طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، مرجع سابق، ص. ١٧١-١٧٢.
(٣) خريوش، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، ص. ٢٣٠.
(٤) حبش، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة (تطبيقات عملية)، مرجع سابق، ص. ١٧٣.

وسندات الخزينة الأمريكية والأجنبية والسلع والبضائع، ومؤشرات قياس الأداء في أسواق الأسهم.[١]

إن الخيار يعتبر أحد الأدوات التي يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية كما يستخدمها المستثمرون المضاربون بهدف تحقيق الأرباح.[٢] ومن المزايا التي تتميز بها عقود الخيار ما يلي :[٣]

١) أنها قدمت بعدا جديدا للأدوات المالية، حيث أصبح بالإمكان المتاجرة بتقلبات الأسعار نفسها (Volatility) والمتاجرة بمؤشرات أسواق المال مثل داوجونز (Dow Jones) ومؤشر نيكاي (Nikkei).

٢) أنها تقدم للمضارب في السوق المالي قوة رافعة كبيرة (Leverage)، حيث يستطيع عن طريقها الحصول على حق شراء موجودات مالية ضخمة، وتحقيق أرباح كبيرة بمبالغ قليلة هي عبارة عن ثمن حق الخيار (العلاوة).

٣) لقد أصبح مدراء الخزينة في الشركات العالمية والمؤسسات المالية الكبيرة الحجم قلقين من تحركات أسعار العملات، وأسعار الفائدة، وأسعار المنتجات الاستهلاكية. وقد وجد أولئك المدراء في استعمال حقوق الخيار (التي تعتبر من أهم منتجات الأسواق المالية الحديثة) الوسيلة التي تحميهم من هبوط الأسعار، وبالتالي التخفيف من قلقهم.

---

(١) حبش، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة (تطبيقات عملية)، مرجع سابق، ص. ١٧٣.
(٢) جمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص. ١٨٢.
(٣) بني هاني، الأسواق المالية طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، مرجع سابق، ص. ١٧٢-١٧٣.

المطلب الثاني : أركان عقود الخيارات

إن أركان عقود الخيارات المتداولة في البورصة كما يلي :(1)

١) مشتري الحق (Buyer)

هو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار سواء حق خيار الشراء أو البيع، ويكون لهذا الشخص الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد نظير مكافأة يدفعها للطرف الثاني وهو محرر حق الخيار.

٢) محرر الحق (Writer)

هو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر (أو مشتري الحق) نظير مكافأة يحصل عليها من مشتري الحق.

٣) الموجودات الأصيلة (Underlying Assets)

لا بد لعقود الخيارات أن تكون لها علاقة بالموجودات المحددة (Identifiable Assets)، والمثال على ذلك : سهم معين، مؤشر، عقود المستقبليات المعينة، عملة أجنبية، أو سلعة مثل الذهب. وتسمى هذه الموجودات بالموجودات الأصيلة.

---

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Options, Module 3, Examination Study Guide, opcit, p. 1-4 – 1-5. Look also Eddy Ong, Options, opcit, p. 7-14, and look also Hamzah Mahmood, Futures and Options, SIDC Capital Market Workshop Series: The Malaysian Derivatives Market, 13-15 September 2001, p. 22 and look also Ibrahim, Ismail, Pelaburan dalam Pasaran Sekuriti, Hadapan dan Opsyen, Cetakan Pertama, Percetakan Dewan Bahasa dan Pustaka, Selangor, Malaysia, 1994, p. 42-44.

٤) سعر التنفيذ (Exercise or Strike Price)

هو السعر الذي على أساسه ينفذ الخيار. وعادة ما يكون سعر التنفيذ هو السعر السوقي للموجودات الأصيلة (Underlying Assets) مثل السهم في تاريخ التعاقد. لذلك، هو السعر الذي يمكن أن نشتري به الموجودات الأصيلة في حالة خيار الشراء أو نبيع به الموجودات الأصيلة في حالة خيار البيع إذا نختار لتنفيذ الحق.

قبل اتخاذ القرار سواء أن ينفذ حق الخيار أم لا، من الواضح أن مشتري حق الخيار سينفذه فقط إذا كان تنفيذه سيحقق الربح، ويطلق على حق الخيار في هذه الحالة **حق خيار المربح** (In- the- money). في حالة مشتري حق خيار الشراء، سيكون هناك حق خيار المربح إذا كان السعر السوقي أكثر من سعر التنفيذ بينما في حالة مشتري حق خيار البيع، سيكون هناك حق خيار المربح إذا السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ.

وإذا كان تنفيذ حق الخيار يؤدي إلى الخسارة، يطلق على حق الخيار في هذه الحالة **حق خيار غير مربح** (Out- of- the- money). سيكون حق خيار الشراء في حالة غير مربح إذا كان السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ بينما سيكون حق خيار البيع في حالة غير مربح إذا كان السعر السوقي أكثر من سعر التنفيذ.

وعندما يتساوي السعر السوقي بسعر التنفيذ، يطلق على حق الخيار في هذه الحالة **حق خيار المتعادل** (At-the-money).

٥) تاريخ الانتهاء وأسلوب التنفيذ (Expiry Date and Exercise Style)

يسمى أحيانا بمدة الاستحقاق أو تاريخ التنفيذ أو تاريخ الإعلان (Declaration Date). وهو آخر يوم لتنفيذ حق الخيار. هناك أسلوبان أساسيين في تنفيذ حق الخيار :

١) الخيارات الأمريكية : يمكن للمشتري تنفيذها في أي وقت بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ الانتهاء.

٢) الخيارات الأوروبية : يمكن للمشتري تنفيذها في نهاية تاريخ الانتهاء فقط.

وفي ماليزيا، إن حق الخيار في الأسهم الفردية (Individual Stocks) هو الخيار الأمريكي وحق الخيار في مؤشر الأسهم (Stock Index) هو الخيار الأوروبي.

٦) المكافأة (Premium)

هو مبلغ متفق عليه يقوم مشتري حق الخيار بدفعه إلى محرر الحق نظير أن يكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الحق. وتحدد مكافأة حق الخيار في السوق بواسطة المزايدة والعرض التنافسي (Competitive bid and offer).

المطلب الثالث : خصائص سوق الخيارات

تتسم سوق الخيارات بخصائص عديدة، منها :

١) يمكن أن تكون هذه السوق في إطار الأسواق المستقبلية، أو أنها تمثل جزء من الأسواق الحاضرة، بحيث يتم فيها تداول أوراق مالية،[١] ويمكن أن تكون الأداة المالية سهما أو سندا أو سعر فائدة أو سعر عملة أو عقد مستقبلي أو أي أداة مالية متداولة في الأسواق العالمية.[٢]

٢) إن عقد الخيار هو اتفاق بين طرفين، يمنح بموجبه أحدهما للآخر الحق وليس الالتزام في شراء أو بيع أصل معين أو أداة مالية بسعر محدد وخلال فترة معينة.[٣]

---

(١) خلف، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص. ٥٢.
(٢) حبش، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة (تطبيقات عملية)، مرجع سابق، ص. ١٧٥.
(٣) المرجع السابق.

٣) إن عقد الخيار هو بين طرفين : طرف مشتري الحق وطرف بائع لهذا الحق وللمشتري لهذا الحق الحرية المطلقة في ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته، ومقابل حصول المشتري على هذا الحق فلا بد من دفع ثمن لقيمة الميزات التي سيحققها في حالة ممارسة هذا الحق وهذا الثمن يسمى " علاوة" (Premium).(١)

٤) يتم الاتفاق بين الطرفين لأن المشتري يراهن على ارتفاع الأسعار ومستعد لدفع العلاوة لأنه يعتقد بأن عملية الشراء سوف تحقق له أرباحا تزيد عن قيمة العلاوة، وفي المقابل فان البائع يراهن على انخفاض الأسعار وعندئذ فان مشتري الحق لن يستعمله ويكون البائع قد استفاد قيمة العلاوة. ونلاحظ أن عقد الخيار كأنه رهان بين طرفين ولكن من المفروض أن يتم هذا الرهان على أسس معينة وعلى دراية وافية وخبرة كافية بهذه الأسواق وإلا فستكون العملية فعلا رهانا يؤدي إلى مخاطر كبيرة.(٢)

المطلب الرابع : أنواع عقود الخيارات

يوجد نوعان رئيسان لعقود الخيارات وهي:

١) عقود شراء حق الخيار (خيار الشراء)- CALL OPTIONS

يملك مشتري حق الخيار (Buyer or Holder) الحق في أن يشتري من الطرف الآخر أصلا معينا بسعر محدد (سعر تنفيذ) وخلال فترة محددة (Validity) وله مطلق الحرية في ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته، وهو غير ملتزم بالتنفيذ وثمن هذا

---

(١) حبش، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة (تطبيقات عملية)، مرجع سابق، ص. ١٧٥.

(٢) المرجع السابق، ص. ١٧٦.

الحق الذي يحدده سعر السوق هو ما يسمى بالعلاوة والتي يدفعها المشتري إلى الطرف الآخر (البائع).(١)

من الواضح بأن أقصى ما يخسره مشتري الحق هو قيمة العلاوة (Premium) وهذا يعني أن خسائر ومخاطر مشتري الحق هي محدودة ولا تتجاوز قيمة العلاوة في أي حال من الأحوال. وبسبب حصر مخاطر شراء الحقوق في العلاوة فانه ينصح عادة أن يبدأ المتعاملون الجدد بالتعامل بأدوات الخيار في عمليات الشراء وليس عمليات البيع.(٢)

إن خيار الشراء له وجهان هما:

أ) عقود شراء حق خيار الشراء

قد يفكر المستثمر الذي يتوقع ارتفاع سعر سهم معين مستقبلا، في أن يشتري حق اختيار يعطيه الحق في طلب تنفيذ عملية الشراء أو عدم تنفيذها بسعر متفق عليه مسبقا وهذا يعني أنه ليس هناك أي التزام على مشتري هذا الحق بتنفيذ الاتفاق ويعطي المشتري هذا الحق مقابل دفع مبلغ معين إلى محرر الخيار وهي علاوة حق الخيار.(٣)

ب) عقود بيع حق خيار الشراء

إن عملية بيع حق خيار الشراء هي الوجه الآخر لعملية شراء حق خيار الشراء فبائع حق خيار الشراء لا يجوز له أن يطلب تنفيذ أو عدم تنفيذ الشراء للسهم وما

---

(١) حبش، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة (تطبيقات عملية)، مرجع سابق، ص. ١٨١.
(٢) المرجع السابق.
(٣) جمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص. ١٨٣. وأنظر أيضا خريوش، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص. ٢٣٣.

عليه إلا الرضوخ لرغبة مشتري حق الخيار في التنفيذ أو عدمه ولكن ما يستحقه هنا هو فقط استلام علاوة الخيار والتي يقبضها سواء تم تنفيذ العقد أو لم يتم.(١)

٢) عقود بيع حق الخيار (خيار البيع) – PUT OPTIONS

في هذا النوع يوجد أيضا طرفان أساسيان، الطرف الأول هو مشتري الخيار الذي يعطيه الخيار الحق في بيع عدد من الأسهم إلى طرف ثالث خلال فترة زمنية معينة بسعر يتم الاتفاق عليه مقدما، أما الطرف الثاني فهو محرر الخيار (البائع) الذي يلتزم بتنفيذ الاتفاق، أي يلتزم ببيع الأسهم عندما يطلب مشتري الخيار ذلك خلال مدة سريان الخيار مقابل العلاوة التي يحصل عليها.(٢)

وخيار البيع إما أن يكون :

أ) شراء حق خيار البيع

من أحد أهم وسائل حماية المستثمر هي عملية شراء حق خيار البيع، فإذا توقع المستثمر انخفاض سعر السهم فانه يقوم بتوقيع عقد خيار البيع والذي يعطيه الحق في أن يقوم بإتمام عملية البيع بالسعر المتفق وأن لا يتراجع عن تنفيذ ما جاء في العقد ويقوم بإلغاء الصفقة ومقابل حق الخيار فان مشتري حق الخيار يدفع تعويضا مناسبا إلى الطرف الآخر أطلقنا عليه سابقا علاوة حق الخيار حيث يدفع هذه العلاوة سواء طلب تنفيذ العقد أو لم يطلبه.(٣)

(١) جمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ، ص. ١٨٣-١٨٤. وانظر أيضا خريوش، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص. ٢٣٥.
(٢) بني هاني، الأسواق المالية طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، مرجع سابق، ص. ١٧٥.
(٣) المرجع السابق، ص. ١٨٤. وانظر أيضا خريوش، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص. ٢٣٧.

ب)بيع حق خيار البيع

قد تكون توقعات بائع أو محرر حق خيار متفائلة أكثر من توقعات الطرف الآخر في العقد وبالتالي فقد يقرر بيع حق خيار البيع إليه لأنه يدرك وفقا لحساباته بأن سعر السهم سوف يرتفع ولن ينخفض حسب توقعات الطرف الآخر وهو يعلم بأنه في حالة ارتفاع سعر السهم فإن الطرف الآخر لن يطلب تنفيذ العقد وبالتالي فإنه سيحقق ربحا مقداره المبلغ المتفق عليه كعلاوة حق الخيار.(١)

وهناك مجموعة من عقود الخيارات ظهرت خلال السنوات الأخيرة ومن أهم هذه العقود هي :(٢)

١) عقود خيارات الانتشار (SPREAD OPTIONS)

وهي تضم خيارات الشراء وخيارات البيع غير أن السعر في خيارات الشراء يحدد بسعر الأصل زائد علاوة بمبلغ من النقود وأن السعر في خيارات البيع يحدد بسعر الأصل ناقصا العلاوة المذكورة.

٢)عقود خيارات الانحياز للسوق (أو الوقوف على طرف واحد) (STRADDLE OPTIONS)

وهي تشبه عقود الانتشار غير أن سعر التعاقد سواء كان في عقود الشراء أو في عقود البيع يحدد عند سعر السوق للأصل المعتمد للخيار وقت التعاقد. وبالتالي فإن هذا التداول يقوم على شراء آني لخيارات الشراء وخيارات البيع حيث لهما نفس السعر وكذلك على نفس الأصل ولنفس الفترة.

---

(١) بني هاني، الأسواق المالية طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، مرجع سابق، ص. ١٧٥، وأنظر أيضا خريوش، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص. ٢٣٩.
(٢) معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص. ١٦٠.

٢) عقود خيارات الشد (STRAP OPTIONS)

وهي نفس عقود (الوقوف على طرف واحد - STRADDLE) ولكن بالنسبة لخيارات الشراء حيث يضاف خيار ثان للشراء.

٣) عقود خيارات السحب (STRIP OPTIONS)

وهي تقابل خيارات الشد إلا أنها تتعلق بخيارات البيع حيث يضاف خيار ثان للبيع.

المطلب الخامس : أساليب تحديد ثمن (مكافأة) الخيار والعوامل المؤثرة عليه

الفرع الأول : أساليب تحديد ثمن (مكافأة) الخيار

إن ثمن الخيار (قيمة المكافأة التي يحصل عليها المحرر) في البورصة يتحدد بقوى العرض والطلب أي بتوازن العرض والطلب. سيؤدي الطلب القوي إلى ارتفاع الثمن. إن مكافأة الخيار تتكوّن من مكوّنين منفصلين:[1]

١) القيمة الذاتية (Intrinsic Value)

إن القيمة الذاتية هي الفرق بين القيمة السوقية للأدوات الأصيلة (السهم) وسعر تنفيذ الخيار على ذلك السهم. وإن حق الخيار المربح (In-the-money option) له القيمة الذاتية فقط. على سبيل المثال:

---

(1) Hamzah Mahmood, Futures and Options, opcit, p. 23. Look also Eddy Ong, Options, opcit, p. 16.

الجدول رقم (١) :

القيمة الذاتية

عقد الخيار لسهم شركة ABC			
شهر التعاقد	السعر السوقي (السعر الحالي)	سعر التنفيذ	القيمة الذاتية
ديسمبر/كانون الأول	٣,٥٤ رينجيت ماليزي (RM 3.54)	٣,٢٥ رينجيت ماليزي (RM 3.25)	٠,٢٩ رينجيت ماليزي (RM 0.29) (٣,٥٤ - ٣,٢٥= ٠,٢٩)

المصدر : هيئة الأوراق المالية الماليزية

سيكون خيار الشراء في القيمة الذاتية إذا كان السعر السوقي أعلى من سعر التنفيذ وسيكون خيار البيع في القيمة الذاتية إذا كان السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ.

٢) القيمة الزمنية (Time Value)

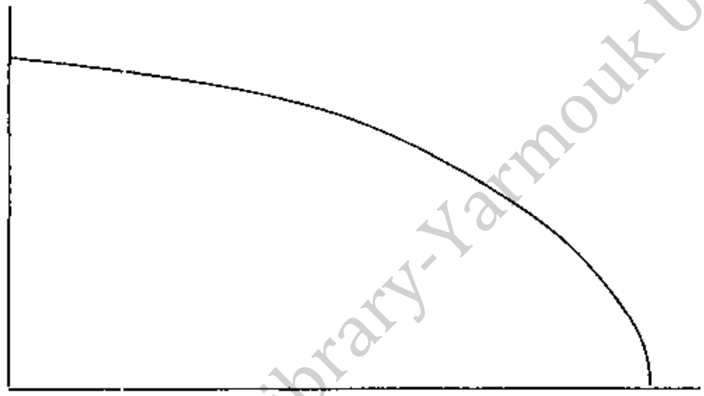
إن القيمة الزمنية هي عبارة عن القيمة المتبقية لمكافأة الخيار التي تقع فوق أي قيمة ذاتية. إن القيمة الزمنية بغض النظر عن سواء الخيار له القيمة الذاتية أم لا، تمثل القيمة التي توضع على الاحتمال، بأن في بعض الوقت حتى تاريخ الانتهاء، قد يصبح الخيار مربح لتنفيذه.

إذا كان الخيار في حالة حق الخيار المتعادل (يكون السعر السوقي عند، أو قريب من سعر التنفيذ) أو في حالة حق خيار غير مربح (يكون السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ في خيار الشراء ، أو أعلى من سعر التنفيذ في خيار البيع)، ليس لحق الخيار القيمة الذاتية والمكافأة الكاملة (ثمن الخيار) لتمثيل القيمة الزمنية. إن حق الخيار المربح له القيمة الزمنية بالإضافة إلى القيمة الذاتية.

تنخفض القيمة الزمنية في وقت من الأوقات إذا اقترب الخيار من الانتهاء، وهي في نقطة الصفر، كما يبين في الشكل التالي.

الشكل رقم (٢) :

القيمة الزمنية



لذلك، إذا كان الوقت حتى تاريخ الانتهاء طويل، ستكون القيمة الزمنية لثمن الخيار أعلى. على سبيل المثال، إذا كانت مكافأة الخيار لسهم شركة ABC كما في المثال السابق هي ٠,٣٥ رينجيت ماليزي (RM 0.35) ستكون القيمة الزمنية ٠,٦ رينجيت ماليزي (RM 0.6) (٠,٣٥ رينجيت ماليزي (المكافأة) – ٠,٢٩ رينجيت ماليزي (القيمة الذاتية) = ٠,٦ رينجيت ماليزي).

الفرع الثاني : العوامل المؤثرة على ثمن (مكافأة) الخيار

إن العوامل التي يؤثر على ثمن (مكافأة) الخيار كما يلي :(1)

١) السعر السوقي للسهم : إن السعر السوقي عامل مهم يؤثر على ثمن الخيار. إذا كان السعر السوقي للسهم يقع فوق أو تحت سعر التنفيذ، ستكون للعوامل الأخرى تأثيرا قليلا على قيمة الخيار.

٢) سعر التنفيذ : إن حق الخيار الذي يقع قريبا من حالة عدم الربح له الفرصة الأفضل ليصبح مربحا في النهاية، مقارنة بالخيار الذي يكون سعر تنفيذه بعيد عن السعر السوقي (تسمى هذه الحالة بحق الخيار غير المربح العميق – Deep out-of-the-money option). لذلك، إن المكافأة لحق الخيار غير المربح العميق ستكون أقل من حق الخيار الذي يقع قريب من حق الخيار المربح.

٣) وقت الانتهاء : مع بقاء الأشياء أو العوامل الأخرى على حالها، إذا كان وقت الانتهاء أطول، ستكون القيمة الزمنية للخيار أعلى. إذا كان الوقت المتبقي قبل الانتهاء أكثر، ستكون هناك الفرصة العظيمة ليصبح الخيار مربحا خلال الحركة المناسبة في سوق المستقبليات. وعندما يكون حق الخيار على وشك الانتهاء، لا تبقي القيمة الزمنية.

٤) تقلب السوق : يعتبر تقلب سعر السهم محل الخيار متغيرا مهما يحدد ثمن الخيار. والتقلب في المفهوم البسيط هو مقياس لدرجة التغير في السعر السوقي للأدوات الأصيلة (السهم) خلال فترة زمنية معينة. فالتقلبات الكبيرة في سعر

---

(1) Steven Lai, Futures and Options, p. 22. Look also Eddy Ong, Options, p. 18 and look also Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Options, Module 3, Examination Study Guide, opcit, p. 1-15.

السهم تعني وجود فرصة أفضل أمام المشتري لتنفيذ الخيار وتحقيق أرباح على حساب المحرر. وهذا يعني بالتبعية مطالبة المحرر بمكافأة أكبر على الخيار لمثل هذه الأسهم لتعويضه عن المخاطر (الخسارة) الناجمة عن وجود فرصة سانحة لتنفيذ الخيار.

٥) أسعار الفائدة الحالية : عندما ترتفع أسعار الفائدة، يتعين أن تكون التكلفة في تملك الأصل عالية. وهذه الحالة تؤدي إلى زيادة الطلب على خيار الشراء وزيادة ثمنه (أي مقدار المكافأة) بالتبعية. إذا ارتفعت أسعار الفائدة تزداد رغبة المستثمرين في الاستفادة من الرفع الذي يقوم عليه التعامل في الخيار، أي التعاقد على شراء الأسهم مقابل دفع مبلغ ضئيل من القيمة السوقية للسهم. وذلك بدلا من شراء السهم ذاته من السوق الحاضر ودفع قيمته نقدا.

٦) إجراء توزيعات نقدية (Cash dividends) : إن العائدات النقدية التي يحصل عليها المستثمر نتيجة لشراء الأسهم ستؤثر على ثمن الخيار. فعندما يقرر مجلس الإدارة توزيعات نقدية في تاريخ معين، وإذا ما اشترى المستثمر السهم في اليوم التالي لذلك التاريخ، فلن يكون من حقه المطالبة بتلك التوزيعات. غير أنه سيدفع في شرائه مبلغا يقل عن قيمته السوقية قبل ذلك اليوم. هذا الانخفاض في القيمة السوقية للسهم يتوقع أن يصحبه انخفاض في قيمة المكافأة المطلوبة في حالة خيار الشراء. لأنه بانخفاض القيمة السوقية للسهم ينخفض احتمال تنفيذ الخيار، مما يعني انخفاض المخاطر (الخسائر) التي يتعرض لها المحرر. والعكس يحدث في حالة خيار البيع.

المطلب السادس : مقارنة عقود الخيارات مع عقود المستقبليات

تتفق عقود الخيارات مع العقود المستقبلية في أن كلا منهما يعتبر نوعا من المشتقات المالية التي توفر للمستثمر فيها درجة عالية من الرافعة المالية (LEVERAGE) تتيح له استخدامها بشكل واسع في أغراض المضاربة (SPECULATION) والتحوط (HEGDING).[١] ويمكن أن نلاحظ هناك بعض الصفات المشتركة بينهما ومن أهم هذه الصفات هي :[٢]

١) إن كليهما تغطي فترة زمنية مستقبلية.

٢) قيمة العقد لا تظهر إلا في تاريخ التنفيذ.

٣) إعطاء المستثمر حق شراء أو بيع الورقة المالية في تاريخ لاحق وبسعر محدد مسبقا عند التعاقد.

ومع ذلك هناك اختلافات بينهما. نذكر منها ما يأتي :[٣]

١) إن الخيار الأوروبي يلتقي مع العقود الآجلة أما الخيار الأمريكي فإنه يلتقي مع عقود المستقبليات.

٢) إن مشتري الخيار يدفع علاوة والتي يحتفظ بها سواء نفذ الخيار أو لم ينفذ ومقابل ذلك يحق للمشتري أن يتخلى عن العقد مقابل نزوله عن العلاوة المقدمة فتكون هذه العلاوة تأمين ضد مخاطر حركات الأسعار غير الملائمة وفي المقابل لا يوجد في عقود المستقبليات هذه العلاقة بين الطرفين المتعاقدين.

---

(١) جمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص. ١٩٣.
(٢) قرياقص، أسواق المال، مرجع سابق، ص. ٧١.
(٣) معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص. ١٦٥.

٣) إن تقلبات مكاسب عقود المستقبليات تدفع المستثمر أو مدير المحفظة إلى تفضيل عقود الخيارات على عقود المستقبليات وذلك لتعويض الخسائر الناجمة عن هذه التقلبات. فمثلا عند انخفاض أسعار أذونات الخزينة قصيرة الأجل ترتفع قيم خيارات الشراء وهذا قد يعدل خسائر المحفظة المتأتية من هبوط القيم السوقية للسندات طويلة الأجل. وهنا فإن على المتحوط في سوق المستقبليات أن يلاحظ مدى هبوط أسعار أذونات الخزينة ففي حالة ارتفاع قيم خيارات الشراء بشكل كاف يمكن تلافي الخسائر المتولدة في مستقبليات هذه الأذونات داخل المحفظة الواحدة.

٤) إن عقود الخيارات تميز بين الحقوق والواجبات. بينما تترك هذا التمييز عقود المستقبليات التي تعتبرهما أمرين متكاملين معا. فمثلا لمشتري الخيارات حقوقا وليست عليهم التزامات أثناء فترة التعاقد أما بالنسبة لبائعي الخيارات فإن عليهم التزامات وليست لهم حقوق حتى نهاية فترة صلاحية الخيارات. وفي المقابل يلاحظ بأن المشترين والبائعين في عقود المستقبليات لهم حقوق وعليهم التزامات تجاه إنجاز هذه العقود وبطرق مختلفة.(١) إن المستثمر في عقود الخيارات له حق تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد أما في العقود المستقبلية فعملية الشراء للورقة محل التعاقد لا بد أن تتم في التاريخ اللاحق على أن يتم التسليم ودفع القيمة.(٢)

٥) تقتصر خسارة المشتري في عقد الخيارات على قيمة المكافأة المدفوعة فقط بينما في العقود المستقبلية تمتد لتشمل ولو نظريا القيمة الكلية للعقد.(٣)

٦) مشتري الخيارات لا يحق له استرداد قيمة المكافأة المدفوعة لمحرر الخيارات بينما قيمة الهامش المبدئي في العقود المستقبلية يمكن استرداده بالكامل إذا لم يتعرض المستثمر للخسارة.(٤)

---

(١) معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص. ١٦٦.
(٢) قرياقص، أسواق المال، مرجع سابق، ص. ٧١.
(٣) المرجع السابق، ص. ٧١-٧٢.
(٤) قرياقص، أسواق المال، مرجع سابق، ص. ٧٢.

٧) العقد المستقبلي هو عقد حقيقي ملزم لكل من طرفيه بتنفيذ ما تم عليه الاتفاق عند حلول تاريخ التسوية المنصوص عليه في العقد.(١)

٨) يترتب على العقد المستقبلي صفة شراء أو بيع فعلية (لكنها مؤجلة) تتم بين طرفيه. وتنصب هذه الصفقة على أصول أو سلع حقيقية تحدد في شروط العقد.(٢)

نلاحظ ، إن سوق المشتقات لها الدور المهم في تطوير الأسواق المالية في بلد ما، كما أنها توفر الفرصة للمستثمرين في التحوط من المخاطر لأن الاستثمار في الوقت الحاضر يتعرض لدرجة عالية من التقلبات في أسعار الأوراق المالية. نظرا للدرجة العالية من المخاطر، ظهرت الحاجة إلى إيجاد السوق التي توفر الفرصة للتحوط للمستثمرين في الاستثمار. وهي أيضا توفر الفرصة للمستثمرين في المراجحة (Arbitraging) والمضاربة (Speculating) لتحقيق الأرباح بالإضافة إلى التحوط (Hedging).

---

(١) جمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص. ١٩٤.
(٢) المرجع السابق.

الفصل الأول

الفصل الأول :
سوق المشتقات الماليزية : البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة
(Bursa Malaysia Derivatives Berhad)

المبحث الأول : تعريف بالبورصة الماليزية للمشتقات المحدودة وتاريخ نشأتها وأهميتها

المبحث الثاني : الفرق بين البورصة الماليزية للأوراق المالية والبورصة الماليزية للمشتقات والعلاقة بينهما

المبحث الثالث : الهيكل التنظيمي للبورصة الماليزية للمشتقات المحدودة

المبحث الرابع : أنواع العقود المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة

الفصل الأول : سوق المشتقات الماليزية : البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة
(Bursa Malaysia Derivatives Berhad)

تمهيد

قبل تناقش الباحثة ماهية عقود المشتقات في ماليزيا، تبدو أهمية دراسة سوق المشتقات الماليزية وهي البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة، لتعرف عن البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة وتاريخ نشأتها وأهميتها في الحياة الاقتصادية ومعرفة الفرق بين البورصة الماليزية للأوراق المالية والبورصة الماليزية للمشتقات والعلاقة بينهما والهيكل التنظيمي للبورصة الماليزية للمشتقات المحدودة ولنعرف ما هي العقود المتداولة في هذه البورصة. ستتم دراسة تقييم أداء هذه البورصة في الفصل التالي. وفي هذا الفصل سيتم تغطيته من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول : تعريف بالبورصة الماليزية للمشتقات المحدودة وتاريخ نشأتها وأهميتها

المبحث الثاني : الفرق بين البورصة الماليزية للأوراق المالية والبورصة الماليزية للمشتقات والعلاقة بينهما

المبحث الثالث : الهيكل التنظيمي للبورصة الماليزية للمشتقات المحدودة

المبحث الرابع : أنواع العقود المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة

المبحث الأول :

تعريف بالبورصة الماليزية للمشتقات المحدودة وتاريخ نشأتها وأهميتها

إن البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة هي البورصة التي يتم فيها تداول أدوات المشتقات. وتشتق قيمة هذه الأدوات من قيم الأصول الاستثمارية كالأسهم أو السلع في البورصة الماليزية المحدودة (BURSA MALAYSIA BERHAD).(*) على سبيل المثال، قيمة عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام تشتق من قيمة زيت النخيل الخام في البورصة الماليزية المحدودة.(١)

بدأت سوق المشتقات في ماليزيا بتأسيس بورصة كوالا لمبور للسلع (KUALA LUMPUR COMMODITY EXCHANGE (KLCE) في يوليو/تموز ١٩٨٠ وأول عقود المستقبليات المتداولة في هذه البورصة في ذلك الوقت هي عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام (CRUDE PALM OIL FUTURES). وبعد ذلك، تم تداول عقود المستقبليات للمطاط في عام ١٩٨٣ وتسمى بـ RSS 1 RUBBER FUTURES وعقود المستقبليات الثانية للمطاط في عام ١٩٨٦ وتسمى بـ SMR 20 RUBBER FUTURES وعقود المستقبليات للتصدير (TIN FUTURES) في عام ١٩٨٧ وعقود المستقبليات للكاكاو (COCOA FUTURES) في عام ١٩٨٨ وعقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام (CRUDE PALM OIL KERNEL FUTURES) في عام ١٩٩٢ ولكن عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام هي عقود المستقبليات الناشطة في البورصة ويستمر التداول بها في بورصة المشتقات حتى الآن.(٢)

(*) قبل هذا تسمى ببورصة كوالا لمبور للأسهم، KUALA LUMPUR STOCK EXCHANGE (KLSE).

(1) Http://www.min.com.my, visited on 6th December 2005.

(2) Refer : Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Regulations, Module 1, Examination Study Guide1999, Revised 2004, pp. 1-5 – 1-6.

إن بورصة كوالا لمبور للسلع (KLCE) لها القدرة على الأداء في التداول بعقود المستقبليات المالية ولكن هناك حاجة لتأسيس شركة تابعة لهذه البورصة لأن التداول في المستقبليات المالية يخضع لسلطة مختلفة. ولذلك أسست في ١٩ أغسطس/آب ١٩٩٢، الشركة التابعة لبورصة كوالا لمبور للسلع (KLCE) والمملوكة لها بالكامل مع دعم من الحكومة، وصارت تسمى سوق كوالا لمبور للمستقبليات المحدودة (KUALA LUMPUR FUTURES MARKET BERHAD – KLFM)، وسميت بعد ذلك بالبورصة النقدية الماليزية (MALAYSIAN MONETARY EXCHANGE –MME) في منتصف عام ١٩٩٥. وفي ٧ مايو/مايس ١٩٩٦، وافق وزير المالية على إقامة البورصة النقدية الماليزية (MME) وعملها كبورصة المستقبليات والخيارات، وعقود المستقبليات لمعدلات الاقتراض بين بنوك كوالا لمبور (KLIBOR) لمدة ثلاثة شهور (THREE-MONTH KLIBOR FUTURES) قدمت إلى الجمهور في ٢٨ مايو/مايس ١٩٩٦.(١)

وبعد ذلك، في ٩ نوفمبر/تشرين الثاني ١٩٩٨، تمت إعادة تسمية (KLCE) لكي تصبح البورصة الماليزية للسلع والنقد (COMMODITY AND MONETARY EXCHANGE OF MALAYSIA – COMMEX) في استعداد للاندماج مع البورصة النقدية الماليزية (MME) وتم ذلك الاندماج في ٧ ديسمبر/كانون الأول ١٩٩٨.(٢)

ومن ثم تمت الدراسة من قبل صندوق النقد الدولي (INTERNATIONAL MONETARY FUND-IMF) للبنك المركزي الماليزي (CENTRAL BANK OF MALAYSIA) في عام ١٩٩٠ وتدل هذه الدراسة على ضرورة وجود بعض الصيغ لإدارة المخاطرة المالية في

:Refer also Abdul Malek, Fairuz Helmi, The Malaysian Derivatives Market, SIDC Capital Market Workshop Series, The Malaysian Derivatives Market, held by Securities Commission of Malaysia, 6th April 2004, , slide no. 21.

(1) Refer : Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Regulations, Module 1, Examination Study Guide, opcit, p. 1-5 – 1-6.

(٢) المرجع السابق، وانظر أيضا Bursa Malaysia Annual Report 2002, p. 61. وانظر أيضا : Bank Negara Malaysia (Central Bank of Malaysia), The Central Bank and The Financial System in Malaysia – A Decade of Change, 1989-1999, , Kuala Lumpur, 1999, p. 365 and also refer to Harisson, Matthew, Asia-Pacific Securities Markets, Sweet & Maxwell Asia, Hong Kong, 2003, pp. 475-476.

مواجهة التقلبات العالية في الأسواق المالية. وهذه الدراسة تؤدي إلى إصلاح النظام في تقديم المشتقات المالية إلى الجمهور ونتيجة هذا الإصلاح، تم إنشاء بورصة المشتقات المالية في ماليزيا لأول مرة وهي التي تسمى ببورصة كوالا لمبور للخيارات والمستقبليات المالية (THE KUALA LUMPUR OPTIONS AND FINANCIAL FUTURES EXCHANGE-KLOFFE) واعتبرت هذه البورصة كبورصة الخيارات والمستقبليات في ١١ ديسمبر/كانون الأول ١٩٩٥، ومع ذلك تم التداول بعقود المستقبليات لمؤشر الأسهم لأول مرة في ١٥ ديسمبر/كانون الأول ١٩٩٥ وبعقود الخيارات لمؤشر الأسهم في ١ ديسمبر/كانون الأول ٢٠٠٠.(١)

وبعد تقديم الخطة الرئيسية لسوق رأس المال (CAPITAL MARKET MASTERPLAN-CMP) من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية (SECURITIES COMMISSION OF MALAYSIA) اندمجت بورصة كوالا لمبور للخيارات والمستقبليات المالية (KLOFFE) مع البورصة الماليزية للسلع والنقد (COMMEX) في ١١ يونيو/حزيران ٢٠٠١، لكي تصبح بورصة المشتقات الجديدة وصارت تسمى البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة (MALAYSIA DERIVATIVES EXCHANGE BERHAD-MDEX).(٢)

وفي ٥ يناير/كانون الثاني ٢٠٠٤، أصبحت بورصة كوالا لمبور للأسهم (KLSE) الشركة المسيطرة على البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة. وفي ٢٠ ابريل/ نيسان ٢٠٠٤ تمت إعادة تسمية البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة (MDEX) لكي تصبح BURSA MALAYSIA DERIVATIVES BERHAD(*) وتمت إعادة تسمية بورصة كوالا لمبور للأسهم (KLSE) وتصبح البورصة الماليزية المحدودة (BURSA MALAYSIA BERHAD).(٣) ويمكن أن يتم التداول بأدوات المشتقات في البورصة الماليزية للمشتقات، سواء في

---

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Regulations, Module 1, Examination Study Guide, opcit, pp. 1-5 -- 1-6.

(2) Abdul Malek, Fairuz Helmi, The Malaysian Derivatives Market, opcit, slide no. 24.

(*) باللغة العربية هي بورصة المشتقات الماليزية المحدودة ، يتم تغيير من اللغة الانجليزية إلى اللغة الماليزية.

(3) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Regulations, Module 1, opcit, p.1-6 and also refer to Bursa Malaysia Annual Report 2002, p. 61.

البورصة الخاصة بها أو خارج البورصة (Over-the-counter (OTC).[1] والأدوات المتداولة في البورصة هي عقود المستقبليات والخيارات وأما الأدوات المتداولة خارج البورصة هي عقود المبادلات والعقود الآجلة لأسعار الفائدة (Forward Rate Agreement) وعقود الخيارات للأدوات المادية. والجدول التالي يبين الفرق في التداول في البورصة والتداول خارج البورصة.

الجدول رقم (٢) :

الفرق بين التداول في البورصة والتداول خارج البورصة

التداول في البورصة	التداول خارج البورصة
١) إن التداول في البورصة هو على أساس نظام المزاد العلني (Auction System) في ردهة البورصة (trading floor) حيث يستخدم المتعاملون الإشارة اليدوية والخطاب في المعاملات. ولكن بوصول التجارة الالكترونية، أصبح التداول في البورصة لا يقوم على نظام المزاد العلني ولكن على أساس التجارة الالكترونية.	١) لا توجد بورصة منظمة أو مكان خاص للتداول ويجري التعامل فيها بالاجتماع أو المفاوضة وجها لوجه سواء بواسطة التليفون أو وسائل المواصلات الأخرى.
٢) العقود في هذه البورصة هي عقود نمطية أو معيارية حيث يحدد وقت التسديد وكميات وأنواع الأصول والمبالغ المتفق عليها بدقة ووفق معايير محددة.	٢) تعد العقود هنا عقودا شخصية وليس عقودا نمطية أو معيارية والتي يسدد التزامها في أي وقت كان ويحدد المبلغ فيما بعد.
٣) يمكن أن يكون التداول هنا التداول الثانوي (secondary trading) لأن العقود في هذه البورصة هي عقود معيارية كما يمكن للمتعاملين إنهاء العقد قبل مدة الاستحقاق.	٣) هناك قلة في التداول الثانوي لأن العقود هي عقود غير معيارية ولذلك هناك صعوبة في إنهاء العقد إلا بعد الاتفاق بين طرفي العقد.

(1) Abdul Malek, Fairuz Helmi, The Malaysian Derivatives Market, opcit, slide no. 15.

٤) إن بيت المقاصة يقوم بدور الوسيط بين المشتري والبائع وتضمن لكل منهم حقه. من أجل ذلك فإنها تطلب من المشتري إيداع مبلغ معين كهامش ابتدائي لضمان تنفيذ العقد.	٤) لا يوجد هناك بيت مقاصة مركزي في التداول خارج البورصة. لذلك سيتعرض التداول هنا إلى مخاطر الائتمان لأن بيت المقاصة لا يوجد هنا لضمان حقوق طرفي التعاقد.

المصدر:

Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Regulations, Examination Study Guide, Module 1, opcit, pp. 1-4 – 1-5 and also refer to Abdul Malek, Fairuz Helmi, The Malaysian Derivatives Market, opcit, slide no. 20.

المبحث الثاني :

الفرق بين بورصة الأوراق المالية الماليزية وبورصة المشتقات الماليزية والعلاقة بينهما

إن بورصة الأوراق المالية هي المؤسسة التي يتم فيها التداول بالأوراق المالية سواء بشراء أو بيع الأسهم والسندات وهي سوق منظمة لتداول الأوراق المالية، وفي ماليزيا هذه البورصة تسمى بالبورصة الماليزية المحدودة (Bursa Malaysia Berhad). قبل هذا سميت هذه البورصة ببورصة كوالا لمبور للأسهم (Kuala Lumpur Stock Exchange-KLSE) وهي الشركة المحدودة بالضمان دمجت تحت قانون الشركات لعام ١٩٦٥ (Companies Act 1965) في عام ١٩٧٣. في ذلك الوقت، سميت هذه البورصة ببورصة كوالا لمبور للأسهم المحدودة (Kuala Lumpur Stock Exchange Berhad-KLSEB). وتمت إعادة تسمية هذه البورصة في عام ١٩٩٤، وبعد ذلك سميت ببورصة كوالا لمبور للأسهم (Kuala Lumpur Stock Exchange – KLSE) .(١)

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Equity, Stock Market & Securities Law, Module 6, Examination Study Guide, 2000, p. 1 –20 , also refer to http://www.klse.com.my

ومن المهم أن نعرف الفرق بين بورصة الأوراق المالية (Bursa Securities) وبورصة المشتقات (Bursa Derivatives) لأن كليهما مؤسستان يتم فيهما التداول بالأدوات المالية ولكن الأدوات المتداولة فيهما مختلفة. ويمكن أن نلاحظ الفرق بينهما في النقاط التالية :

١) من حيث دور البورصة

كما عرفنا إن البورصة هي المكان الذي يوفر فرصة الاستثمار للمستثمرين. ولكن لكل من هاتين البورصتين دورا خاصا بها. إن الدور الرئيسي لبورصة الأوراق المالية هو إيجاد سوق مستمرة وحرة لبيع وشراء الأوراق المالية، بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء أو بيع الأوراق المالية، طلبا للمكاسب أو الأرباح المتولدة منها أو تغييرا لنوع الاستثمار ليتناسب مع رغبات المدخر ، حيث يكون في وسع المستثمر في أي وقت تسييل أصوله المالية أو جزء منها بسرعة وسهولة وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة.(١)

بينما تعتبر بورصة المشتقات وسيلة فعالة ومتميزة للتحوط من الأخطار. وتعطي هذه البورصة شكلا جديدا للمستثمرين في الاستثمار وذلك بغرض حماية أنفسهم من المخاطرة التي تحدث في تغييرات أسعار الأوراق المالية. ويتمكن أيضا كل من المستثمرين من التحوط والتأمين ضد تقلبات الأسعار في بورصة الأوراق المالية. وتعتبر بورصة المشتقات أفضل وسيلة في التحوط مقارنة ببورصة الأوراق المالية.(٢)

---

(1) Butler, Chris and Others, Guide to the Malaysian Capital Market, Pelanduk Publications, Selangor, Malaysia, 1991, pp. 9-10
(2) Bursa Malaysia Berhad Annual Report 2002, pp. 59-60.

٢) من حيث الأدوات المالية المتداولة

إن الأدوات المالية المتداولة في البورصة الماليزية للأوراق المالية بشكل عام هي :(١)

أ) الأسهم العادية (Ordinary shares) : وهي التي تتساوي في قيمتها وتعطي المساهمين حقوقا متساوية، ويحصل حاملها على قدر من الربح يسمى بعوائد الأسهم (Dividends) والحصول على حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة وحق اختيار وتسريح المدير (right to elect and dismiss director)

ب) الأسهم الممتازة (Preference shares) : وهي التي تختص بمزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية، وتعطي لحاملها حقوقا إضافية على حقوق الأساسية لحاملي الأسهم، وله حق الأولوية في عائدات الأسهم.

ج) السندات (Bonds): هي وثيقة تسجل فيها القرض ويحدد فيها مدة الاستحقاق ومعدل الفائدة المدفوعة في كل تاريخ محدد ومدة الاستحقاق أكثر من سنة واحدة.

د) وحدات الاستثمار للعقار (Property trust units) : وحدات في وحدات الاستثمار التي تستثمر في العقارات.

ه) حق الشراء من الأسهم اللاحقة (Warrants) : وهي شهادة تصدرها شركة المساهمة لبعض الأشخاص، تعطي لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء

---

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Equity, Stock Market & Securities Law, Examination Study Guide, Module 6, opcit, p. 1 – 7 and also refer to Http://www.klse.com.my, visited this website on 14th December 2005.

الأسهم العادية الجديدة بسعر معين خلال مدة محددة. والغرض منها حماية حقوق المساهمين القدامى في حالة إصدار أسهم جديدة، بقيمة أقل من القيمة المتداولة في السوق. وقد يستعاض عنه أحيانا بإصدار أسهم مجانية للمساهمين القدامى.

و) حق الشراء من الأسهم الموجودة (Call warrants) : إنه يعطي لحاملها حق وليس التزام في شراء الأسهم بسعر معين خلال فترة محدودة.

وعلى العكس، إن البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة هي البورصة الخاصة لتداول أدوات المشتقات مثل عقود المستقبليات والخيارات [1] وسيناقش الباحث هذا الموضوع بالتفصيل في الفصول التالية.

٣) من حيث القانون

تخضع البورصة الماليزية للأوراق المالية لوثيقة وبند تأسيس شركة البورصة الماليزية المحدودة (Bursa Malaysia Memorandum and Articles of Association) بالإضافة إلى نظام بورصة ماليزيا المحدودة (Bursa Malaysia Rules) الذي يحكم تصرفات أعضائه عند تداول الأوراق المالية.[2] وعلى العكس، إن بورصة المشتقات الماليزية لها قانون خاص بها وهو يسمى بالنظام التجاري للبورصة الماليزية للمشتقات المحدودة (Business Rules of Bursa Malaysia Derivatives Berhad). وهذا النظام ينظم التداول بأدوات المشتقات ويتضمن أيضا مواصفات العقود المتداولة في بورصة المشتقات وكل ما يتعلق بالتداول في هذه البورصة.[3] وبالإضافة إلى ذلك، تخضع

---

(1) Bursa Malaysia Berhad Annual Report 2002, p. 59.

(٢) Http://www.klse.com.my ، تاريخ زيارة هذه المواقع ٨ ديسمبر/ كانون الأول ٢٠٠٥.

(٣) Http://www.mdex.com.my ، تاريخ زيارة هذه المواقع ٨ ديسمبر/ كانون الأول ٢٠٠٥.

البورصة الماليزية للمشتقات لقانون صناعة المستقبليات لعام ١٩٩٣ (Futures Industry Act 1993) الذي ينظم حقوق وواجبات المتعاملين في صناعة المستقبليات مثل بيت المقاصة والسماسرة والتجار وغيرهم.[١]

٤) من حيث بيت المقاصة

إن للبورصة الماليزية للأوراق المالية بيت المقاصة الخاص بها كما للبورصة الماليزية للمشتقات بيت المقاصة الخاص بها. لبيت المقاصة دور في ضمان تنفيذ الصفقة وهو يقدم الضمان الكافي لتنفيذ كل عقد أبرم.[٢]

٥) من حيث الوسطاء في البورصة

يختلف الوسطاء في البورصة الماليزية للأوراق المالية عن الوسطاء في البورصة الماليزية للمشتقات حيث يجب على الوسطاء في بورصة المشتقات أن يحصلوا على الرخص (License) الخاصة من هيئة الأوراق المالية الماليزية (Securities Commission of Malaysia) قبل يتم التداول في بورصة المشتقات. نلاحظ، لا يمكن للوسطاء في بورصة الأوراق المالية أن يتعاملوا في بورصة المشتقات إلا بعد الحصول على الرخصة لتداول في صناعة المستقبليات.

٦) من حيث وقت التداول

يختلف وقت التداول في بورصة الأوراق المالية عن بورصة المشتقات. هناك جلستان في التداول (two trading sessions) في بورصة الأوراق المالية ، أولا : الجلسة في الصباح، من الساعة ٩,٠٠ صباحا حتى الساعة ١٢,٣٠ نهارا، ثانيا : الجلسة

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Regulations, Module 1, Examination Study Guide, opcit, p. 2-5.

(٢) Http://www.klse.com.my و http://www.mdex.com.my، تاريخ الزيارة هذه الموقع ٨ مارس/آذار ٢٠٠٦.

الثانية بعد الظهر، من الساعة ٢,٣٠ ظهرا حتى الساعة ٥,٠٠ مساء. وهناك أيضا الجلستان في التداول في بورصة المشتقات وهما : الجلسة الأولى في الصباح والجلسة الثانية بعد الظهر. ولكن وقت التداول في بورصة المشتقات يختلف في الأدوات المالية من شكل إلى الآخر. على سبيل المثال : يبدأ التداول بعقود المستقبليات لمؤشر المركب كوالا لمبور (Kuala Lumpur Composite Index Futures) في الجلسة الأولى من الساعة ٨,٤٥ صباحا حتى الساعة ١٢,٤٥ ظهرا، وفي الجلسة الثانية من الساعة ٢,٣٠ ظهرا حتى ٥,١٥ مساء. وعلى العكس، يبدأ التداول بعقود المستقبليات لزيت النخل الخام في الجلسة الأولى من الساعة ١٠,٣٠ صباحا حتى ١٢,٣٠ ظهرا، وفي الجلسة الثانية من الساعة ٣,٠٠ مساء حتى الساعة ٦,٠٠ مساء.(١)

وبالنسبة العلاقة بينهما، يمكن أن نلاحظ هناك علاقة سعرية بينهما. كما ذكرنا سابقا أن قيمة أدوات المشتقات تشتق من قيمة الأصول الموجودة في بورصة الأوراق المالية ، لذلك نجد هناك العلاقة بينهما في أسعار الأوراق المالية المتداولة. ومن المهم أن يكون المتعاملون في أسواق عقود المستقبليات والخيارات على دراية تامة بالعلاقات التي تنشأ بين الأسواق الفورية والعقود المستقبلية والخيارات، خاصة وأن العقود الآجلة والمستقبلية يجري التعامل بها بحُزم منظمة ولآجال منظمة. ولهذه الغاية يقوم المتحوط بدراسة وتقييم العلاقات السعرية التاريخية بين أسعار السوق الفورية والسوق الآجلة، كي يتمكن من اختيار أنسب العقود الممكن استخدامها لمواجهة خطر محدد.

وبعد ذلك، نلاحظ أن البورصة الماليزية للأوراق المالية المحدودة والبورصة الماليزية للمشتقات المحدودة هي من الشركات التابعة للبورصة الماليزية المحدودة ولهما نفس الشركة المسيطرة وكل النشاطات خاضعة للرقابة من الوزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة الماليزية المحدودة.

---

(١) Http://www.klse.com.my و http://www.mdex.com.my تاريخ الزيارة هذه الموقع ٨ مارس/آذار ٢٠٠٦.

المبحث الثالث :

الهيكل التنظيمي لبورصة المشتقات الماليزية
(Regulatory Structure of Malaysian Derivatives Market)

إن الثقة العامة في سلامة التعاملات في سوق المستقبليات والخيارات ضرورة لضمان وجودها المستمرة، لأن التداول في هذه الأسواق يتعرض لدرجة عالية من الخطر. لذلك إذا كان الناس لا يأتمنون هذه الأسواق والمشاركين فيها مثل شركة السمسرة وأعضائها، فإنهم لا يهيئون للمشاركة في هذه الأسواق وهذه الحالة ستعيق تطوير سوق رأس المال الماليزية. إن النظام الفعال لسوق المشتقات تزيد ثقة المستثمرين المحليين والدوليين ويضمن بأن المستثمرين المحتملين سيحصلون على كل المعلومات التي يحتاجون لتقييم درجة المخاطرة في السوق وحماية المستثمرين من السلوك المحتال من قبل مشاركي السوق.(١) لذلك، هناك ثلاثة أهداف مهمة من النظام وهي :(٢)

١) الترويج للتصرف المحترف بين الوسطاء.

٢) ضمان الأسواق العادلة والشفافة.

٣) تقليل إمكانية الفشل أو العرقلة الشاملة

يبين الشكل التالي الهيكل التنظيمي لبورصة المشتقات الماليزية.

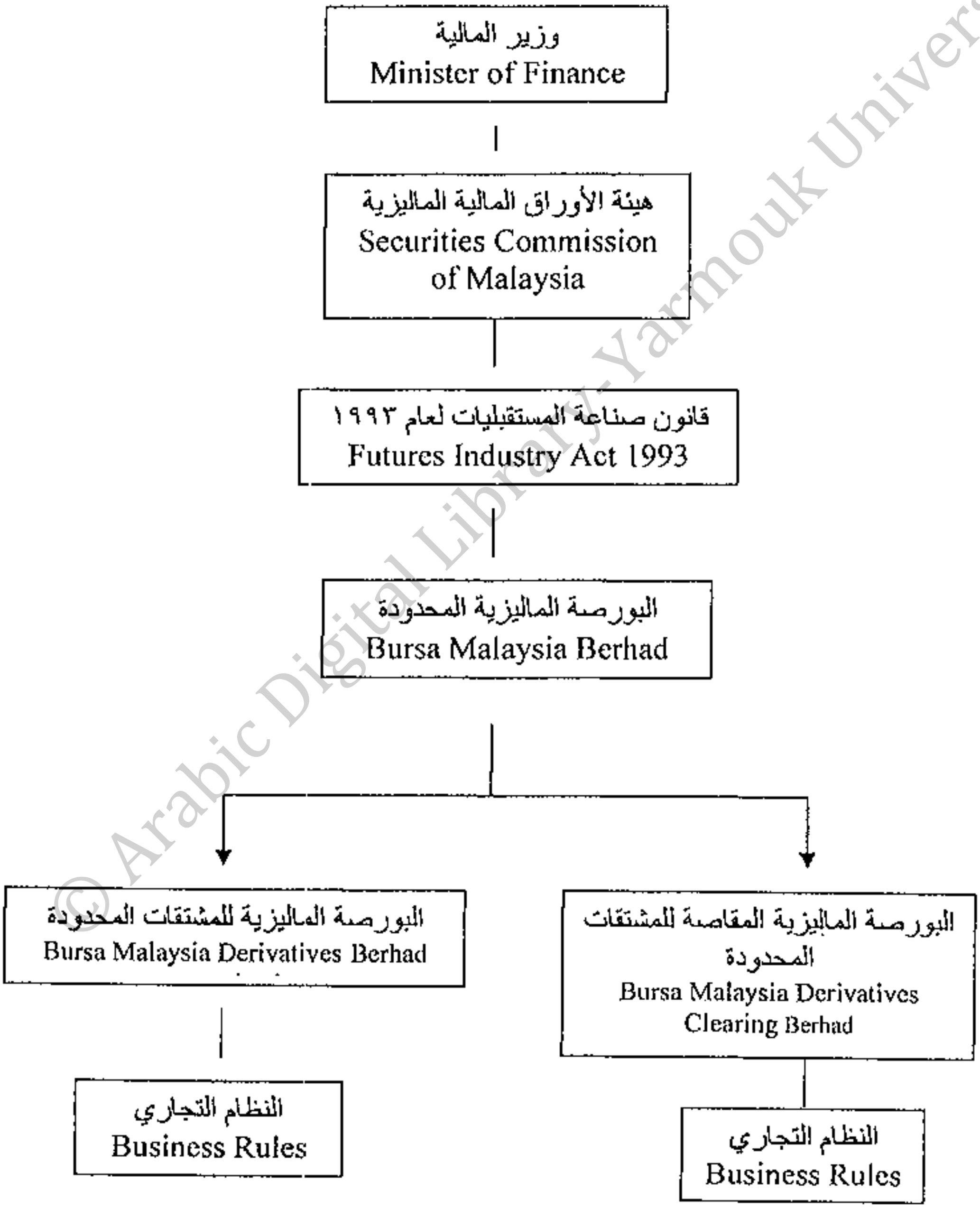
---

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, <u>Regulations</u>, Module 1, Examination Study Guide, opcit, p. 2-2.

(٢) المرجع السابق، وانظر أيضا :
Abdul Malek, Fairuz Helmi, <u>Regulation of Futures and Options</u>, SIDC Capital Market Workshop Series: The Malaysian Derivatives Market, Held by Securities Commission of Malaysia on 6-7 April 2004.

الشكل رقم (٣) :

الهيكل التنظيمي لسوق المشتقات الماليزية



المصدر : هيئة الأوراق المالية الماليزية.

نلاحظ من الشكل السابق، إن المنظم في سوق المشتقات الماليزية هي وزارة المالية الماليزية (Malaysian Ministry of Finance) وهيئة الأوراق المالية الماليزية (Securities Commission Of Malaysia). إن هيئة الأوراق المالية الماليزية هي مؤسسة رقابية وحيدة لسوق رأس المال الماليزي ترتبط مباشرة بوزارة المالية الماليزية، وتعمل على توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل وحماية المتعاملين وضمان الكفاءة الاستثمارية والشفافية في المعلومات مع نشر الوعي الاستثماري وتشجيع التعامل في سوق رأس المال الماليزي. وإن الحكومة الماليزية قد أنشأت الهيئة، باعتبارها لجنة عليا في إدارة قطاع سوق رأس المال في ماليزيا. وقد أسست هذه الهيئة في ١ مارس/آذار ١٩٩٣ تحت قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لعام ١٩٩٣ (Securities Commission Act 1993 - SCA).[1]

وتعتبر وظائفها الرئيسية رقابة وتطوير وتدعيم سوق رأس المال الماليزي. وهي مسؤولة عن إبداء النصيحة إلى الوزارة المالية الماليزية فيما يتعلق بصناعة سوق رأس المال في ماليزيا، منها فيما يتعلق بسوق المشتقات.[٢] يتوقف كل التداول في بورصة ماليزيا المحدودة (Bursa Malaysia Berhad) على سلطة من هيئة الأوراق المالية الماليزية. إن البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة والبورصة المقاصة الماليزية للمشتقات المحدودة[*] هي من الشركات التابعة للبورصة الماليزية المحدودة. وكل النشاطات في هذه البورصات خاضعة للرقابة من البورصة الماليزية المحدودة.

---

(1) Http://www.sc.com.my and also refer to The KLSE Composite Index Futures Contract, Media Articles 1 from http://www.mdex.com.my. These websites visited on 6th December 2005.

(٢) Http://www.sc.com.my ، تاريخ زيارة هذه المواقع ٨ ديسمبر/ كانون الأول ٢٠٠٥.

(*) تختص بإجراء المقاصة بين عمليات أعضاء البورصة بعضهم لبعض، من بائعين ومشترين، او دائنين ومدينين والمقاصة.

نلاحظ أيضا من الشكل السابق، هناك ثلاثة أنواع من المؤسسات التي تنظم صناعة المستقبليات في ماليزيا وهي :(١)

١) هيئة الأوراق المالية - خلال تنفيذ قانون صناعة المستقبليات لعام ١٩٩٣.
٢) البورصة وهي البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة – خلال تنفيذ نظامها التجاري.
٣) بيت المقاصة وهي البورصة الماليزية المقاصة للمشتقات المحدودة – خلال تنفيذ نظامها التجاري.

إن المسؤولية للإشراف اليومي على أسواق المستقبليات، وموافقة الدخول إلى صناعة المستقبليات، والرقابة المتعلقة، والمسؤولية التنظيمية للمشاركين في الأسواق هي في أيدي البورصة وبيت المقاصة.(٢) وهذه البورصة وبيت المقاصة هي المنظمات التنظيمية الذاتية وكل يؤدي وظائفه التنظيمية بتأسيس مجموعة النظام والسياسات وهي المعروفة بالنظام التجاري (Business Rules). إن مخطط النظام في صناعة المستقبليات في ماليزيا هو أحد الأنظمة المشتركة، بين هيئة الأوراق المالية كالسلطة العامة، والمنظمات التنظيمية الذاتية كالمنظم الأساسي.(٣)

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Regulations, Module 1, Examination Study Guide, opcit, p. 2-5.
(2) Zahari, The Malaysian Derivatives Market, opcit, slide no. 11- 12.
(3) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Regulations, Module 1, Examination Study Guide, opcit, p. 2-3 , Abdul Malek, Fairuz Helmi, Futures Industry Act 1993 (FIA), SIDC Train-the-Trainer Workshop: Business Rules of Malaysia Derivatives Exchange Bhd. (MDEX), Held by Securities Commission of Malaysia on 16-17 July 2001.

لذلك، نشأ عن هذا تركيب نظام المشاركة، هناك أربعة مصادر للالتزامات التي فرض على المشاركين في صناعة المستقبليات وهي : [١]

١) قانون صناعة المستقبليات لعام ١٩٩٣ (The Futures Industry Act 1993 (FIA)
٢) تشريعات صناعة المستقبليات (ترخيص) لعام ١٩٩٥ (The Futures Industry (Licensing) Regulations 1995) و التشريعات الأخرى شرعت تحت ذلك.
٣) الأوامر من هيئة الأوراق المالية مفوّضة تحت قانون صناعة المستقبليات لعام ١٩٩٣.
٤) النظام التجاري (Business Rules) لبورصة المشتقات وبيت المقاصة.

والخلاصة، نلاحظ بأن هناك دافعان رئيسيان وراء تنفيذ القوانين والتشريعات المختلفة، أولا : لتنظيم السوق لكي توفر فرصة التعامل العادلة للمشاركين، وثانيا : حماية المستثمرين. وأن الميزات الخاصة في التداول بالمستقبليات معتبرة بالقانون والنظام التجاري عموما في أسواق المستقبليات المنظمة الأخرى في كافة أنحاء العالم.

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Regulations, Module 1, Examination Study Guide, opcit, p. 2-3. Refer also Abdul Malek, Regulation of Futures and Options, SIDC Capital Market Workshop Series: The Malaysian Derivatives Market, opcit.

المبحث الرابع :

أنواع العقود المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة

إن العقود المتداولة في بورصة المشتقات الماليزية المحدودة تنقسم إلى قسمين وهما عقود المستقبليات وعقود الخيارات.(١)

أولا: عقود المستقبليات

إن عقود المستقبليات المتداولة في بورصة المشتقات الماليزية تنقسم إلى ثلاثة أقسام وهي :

١) عقود المستقبليات للسلع – Commodity Futures

تنقسم هذه العقود إلى قسمين :

أ) عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام – Crude Palm Oil Future (FCPO)

- طُرحت في أكتوبر/تشرين الأول ١٩٨٠ وهي أول عقود المستقبليات للسلع في البورصة.

ب) عقود المستقبليات لنواة النخيل الخام -- Crude Palm Kernel Oil Futures(FPKO)

- طُرحت في فبراير/شباط ٢٠٠٤.

---

(١) Http://www.mdex.com.my، تاريخ زيارة هذه الموقع ٦ ديسمبر/كانون الأول ٢٠٠٥، وانظر أيضا :
Abdul Malek, Regulation of Futures and Options, opcit, and also refer to Bank Negara Malaysia (Central Bank of Malaysia), The Central Bank and The Financial System in Malaysia – A Decade of Change, 1989-1999 , opcit, p. 384-387.

٢) عقود مستقبليات الملكية – Equity Futures

إن عقود المستقبليات المالية المتداولة في هذه البورصة هي عقود المستقبليات لمؤشر كوالا لمبور المركب (Kuala Lumpur Composite Index Futures (FKLI) وهي ُطرحت في ديسمبر/كانون الأول ١٩٩٥.

٣) عقود مستقبليات المالية – Financial Futures

وعقود المستقبليات المالية المتداولة في البورصة تتكون من :

أ) عقود المستقبليات لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالا لمبور لمدة ثلاثة شهور

(Three-Month Kuala Lumpur Interbank Offered Rate Futures(FKB3)

-ُطرحت في مايو/مايس ٢٠٠٤.

ب) عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاثة سنوات

(Three-Year Malaysian Government Securities Futures (FMG3)

-ُطرحت في سبتمبر/أيلول ٢٠٠٣.

ج) عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات

(Five-Year Malaysia Government Securities Futures (FMG5)

-ُطرحت في مارس/آذار ٢٠٠٢.

د) عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة عشر سنوات

(Ten-Year Malaysian Government Securities Futures (FMGA)

-ُطرحت في سبتمبر/أيلول ٢٠٠٣.

ثانيا: عقود الخيارات

يوجد هناك نوع واحد لعقود الخيارات المتداولة في بورصة المشتقات الماليزية المحدودة وهي عقود الخيارات لمؤشر كوالا لمبور المركب (Kuala Lumpur Composite Index Options (OKLI التي طُرحت في ديسمبر/كانون الأول ٢٠٠٠.

سيناقش الباحث هذه العقود المتداولة في بورصة المشتقات وهما عقود المستقبليات والخيارات في الفصول التالية.

الفصل الثاني

الفصل الثاني : ماهية عقود المستقبليات في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة (Bursa Malaysia Derivatives Berhad)

المبحث الأول : طبيعة عقود المستقبليات وأنواعها

المبحث الثاني : التداول في سوق المستقبليات

المبحث الثالث : الاستراتيجيات في التداول بعقود المستقبليات

الفصل الثاني : ماهية عقود المستقبليات في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة (Bursa Malaysia Derivatives Berhad) : تقدير اقتصادي وشرعي

تمهيد

تتناول الباحثة في هذا الفصل دراسة الواقع الفعلي للبورصة الماليزية للمشتقات المحدودة حيث يتكون هذا الفصل من مناقشة ماهية عقود المستقبليات التي يتم التداول بها في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة وكيفية التداول في عقود المستقبليات والاستراتيجيات في التداول بعقود المستقبليات. وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول : طبيعة عقود المستقبليات وأنواعها

المبحث الثاني : التداول في سوق المستقبليات

المبحث الثالث : الاستراتيجيات في التداول بعقود المستقبليات

المبحث الأول : طبيعة عقود المستقبليات وأنواعها

من خلال هذا المبحث، سنتعرف على طبيعة عقود المستقبليات المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة وأنواعها ومواصفاتها. وذلك من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول : مفهوم عقود المستقبليات

إن عقود المستقبليات كما ذكرنا سابقا، هي عبارة عن الاتفاقية الملزمة قانونيا على شراء أو بيع كميات من أدوات مالية مثل مؤشر بورصة أو عملات أو سلع لتاريخ محدد في المستقبل وبسعر متفق عليه اليوم بين المتعاملين في سوق المال. إن مؤسسة التقاص تقوم بدور الوسيط بين المشتري والبائع وتضمن لكل منهم حقه، ومن أجل ذلك فإنها تطلب من المشتري إيداع مبلغ معين كهامش مبدئي (Initial Margin) لضمان تنفيذ العقد، وفي ماليزيا تعرف مؤسسة التقاص ببيت المقاصة (Clearing House) ولها دور رئيسي في عقود المستقبليات والخيارات في مجال ضمان حقوق طرفي التعاقد. إن بيت المقاصة يتدخل ليمثل دور المشتري لكل عملية بيع ودور البائع لكل عملية شراء.[1]

---

(١) ارجع الفصل التمهيدي للتفاصيل (ص. ١٢-١٨ للمستقبليات) والمبحث التالي لبيت المقاصة. وأنضر أيضا : http://www.mdex.com.my, refer also Securities Commission of Malaysia, Financial Futures Seminar For The Press, 11 December 1995, Securities Commission Auditorium, p. 1 and The KLSE Composite Index Futures Contract, Media Article 1, p. 5 from http://www.mdex.com.my.

المطلب الثاني : أنواع عقود المستقبليات المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة

بدأ التعامل بعقود المستقبليات في ماليزيا في عام ١٩٨٠ وعقود المستقبليات للسلع (Commodity Futures) وتعتبر عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام وهي أول عقود المستقبليات المتداولة في ماليزيا، وحتى الآن فإن هذه العقود هي العقود النشيطة والسائلة في بورصة المشتقات التي تزوّد العلامة العالمية لسعر زيت النخيل الخام.(١) وبالنسبة لعقود المستقبليات المالية (Financial Futures)، فإن أول العقود المتداولة هو عقود المستقبليات لمؤشر كوالا لمبور المركب التي طُرحت في ديسمبر ١٩٩٥.(٢)

خلاصة ما تقدم، تنقسم عقود المستقبليات المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات إلى ثلاثة أقسام كما ذكرنا سابقا، أولا : عقود المستقبليات للسلع – (Commodity Futures)، ثانيا: عقود مستقبليات الملكية (Equity Futures) وثالثا : عقود مستقبليات المالية – (Financial Futures). والجدول التالي يبين أنواع عقود المستقبليات المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات :(٣)

إن سوق المستقبليات لزيت النخيل الخام في ماليزيا هي أكبر سوق المستقبليات لزيت النخيل في العالم، حيث تكون عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام المعيار المفضّل لتسعير زيت النخيل ومنتجاته في العالم وتعتبر من ضمن أكبر عشرة أسواق لتداول عقود المستقبليات للسلع في العالم.(٤)

---

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Regulations, Examination Study Guide, Module 1, opcit, p. 1 – 10 and Securities Commission, Malaysian Futures and Options, Futures, Examination Study Guide, Module 2, opcit, p. 2 – 4.

(٢) Http://www.mdex.com.my، وتاريخ زيارة هذه الموقع ١٤ ديسمبر/كانون الأول ٢٠٠٥.

(٣) المرجع السابق.

(4) Bursa Malaysia Annual Report 2004, p. 24 (التقرير السنوي للبورصة الماليزية لعام ٢٠٠٤)

المطلب الثالث : مواصفات عقود المستقبليات المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة

إن عقود المستقبليات المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة لها مواصفات خاصة بها وخلاصة مواصفات هذه العقود كما يلي :

الفرع الأول : عقود المستقبليات للسلع (Commodity Futures)

١) عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام – Crude Palm Oil Futures (FCPO)

ينتج زيت النخيل الخام من النخلة الزيتية والتي يكون محصولها على الدوام، تنمو على نطاق واسع في كافة أنحاء جنوب شرق آسيا. وهي أصلاً من غرب أفريقيا، وشجرة النخلة الزيتية قُدّمت إلى ماليزيا في عام ١٨٧٠، ولكنها تنمو على قاعدة تجارية من عام ١٩١٧. إن محصول النخلة الزيتية أكثر من النبات الزيتية الأخرى. لكل هكتار، إن إنتاج زيت النخيل يبلغ حوالي خمس أضعاف الفول السوداني وتسع أضعاف فول الصويا. بعد عملية التصفية، ُيستعمل زيت النخيل للطبخ، ويُستعمل أيضاً في صناعة الصابون، والزبد النباتي، والمُنتَجات الأخرى. في عام ٢٠٠٣، ماليزيا وأندونيسيا ساهمتْ تقريباً بـ ٨٤ % من الإنتاج العالمي لزيت النخيل و ٩٠ % من التصدير العالمي. وماليزيا لوحدها ساهمت حول ٤٩ % من الإنتاج العالمي و٥٨ % من الصادرات العالمية. وبلدان الاستيراد الرئيسية في ٢٠٠٣ هي الصين، والإتحاد الأوربي (EU)، وباكستان، والهند، ومصر وبلدان أخري.(1)

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Module 2, Examination Study Guide, opcit, p. 2-2.

إن عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة هي عقود المستقبليات لزيت النخل الخام الوحيد في العالم. وهي سوق نشيطة تزوّد علامة عالمية لسعر زيت النخيل الخام، بالإضافة إلى سوق لإدارة المخاطرة. وهي عقود المشتقات بين المشتري والبائع في ترتيب تسليم زيت النخيل الخام في وقت مستقبلي يحدد مسبقا وبسعر يحدد مسبقا أيضا. إن أسعار هذه العقود محددة بالعرض والطلب في السوق.(١)

ويبين الجدول التالي مواصفات عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام بشكل موجز. ونلاحظ، إن هذه العقود هي أداة قابلة للتسليم.(٢)

الجدول رقم (٣) :

خلاصة مواصفات عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام

رمز العقد	FCPO
الأداة الأصيلة	زيت النخيل الخام
حجم العقد	٢٥ طن متري
تقلب أدنى في السعر	١ ريغكيت ماليزي (RM 1) لكل طن متري
حدود السعر اليومية	ريغكيت ماليزي ١٠٠ (RM 100) لكل طن فوق أو تحت أسعار تسوية اليوم السابق لكل شهر، ماعدا شهر فوري (spot month) (*).
شهر التعاقد (contract month) (الشهر الذي سيتم فيه التعامل على العقد)	الشهر الفوري وخمسة أشهر قادمة وفيما بعد، تتناوب الشهور بحدود ١٢ شهر للأمام.
أوقات التداول	جلسة التداول الأولى : ١٠,٣٠ صباحا حتى

(١) المرجع السابق، ص. ٢-٤.

(٢) المرجع السابق، ص. ٢-٤ – ٢-٦ وانظر أيضا :

K. Sree Kumar, Trading in the Derivatives Market, opcit, p. 3 and refer also to www.mdex.com.my

(*) الشهر الذي يكون فيه عقود المستقبليات مستحقة وقابلة للتسليم.

	١٢,٣٠ ظهرا. (التوقيت المحلي الماليزي). جلسة التداول الثانية : ٣,٠٠ مساء حتى ٦,٠٠ مساء. (التوقيت المحلي الماليزي).
يوم التداول النهائي وتاريخ الاستحقاق	ينتهي العقد ظهرا في اليوم الخامس عشر من شهر التسليم (الشهر الذي يتم فيه التسليم). إذا اليوم الخامس عشر هو ليس يوم التداول، ينتهي العقد في يوم العمل السابق.
فترة المناقصة (Tender period)	يوم العمل الأول حتى يوم العمل العشرون في شهر التسليم، وإذا كان اليوم العشرون ليس يوم التداول، تنتهي فترة المناقصة في يوم العمل السابق.
درجة تصنيف العقد ونقاط التسليم	زيت النخيل الخام هو من النوع التجاري الجيد، وهو بالجملة، وغير مقصورة (unbleached)، يخزن في تجهيزات حوض الميناء في الموقع حسب اختيار البائع في فورت كلنج (Port Kelang) وبيناج (Penang) وفي فاسير كوداج، جوهر(Pasir Gudang, Johor).(*) وأن تكون الحوامض خالي الدسم (Free Fatty Acids-FFA) في زيت النخيل الذي يُسلم إلى تجهيزات حوض الميناء لا تتجاوز ٤% والذي يُسحَب من تجهيزات حوض الميناء لا تتجاوز ٥%. وأن تكون الرطوبة والشوائب لا تتجاوز٠,٢٥%.

المصدر : http://www.mdex.com.my

(*) كل هذه اسم المدينة في ماليزيا.

إن نشاط عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة من سنة ٢٠٠١ - ٢٠٠٥ يبين في الجدول والشكل التالي.

الجدول رقم (٤) :

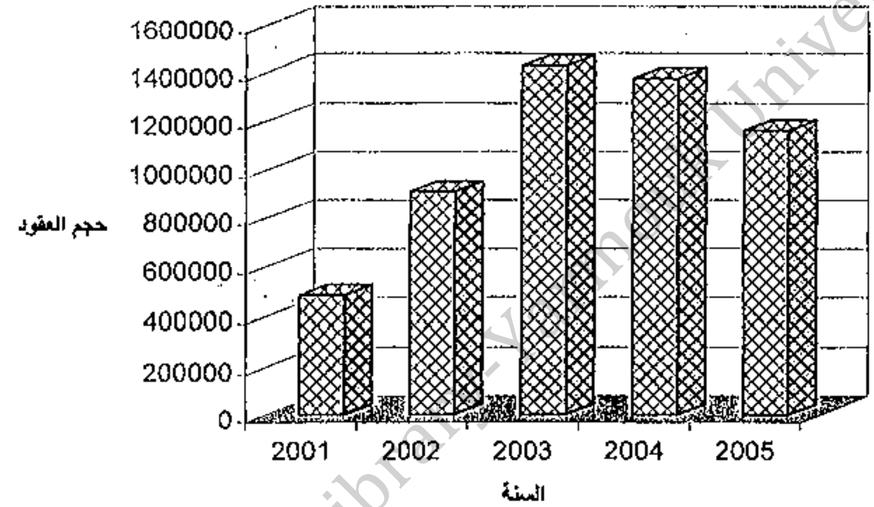
حجم عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام المتداولة للفترة (٢٠٠١- ٢٠٠٥م)

السنة	حجم العقود
٢٠٠١	٤٧٩ ،٧٩٩
٢٠٠٢	٩٠٩ ،٠٧٣
٢٠٠٣	١ ،٤٢٩ ،٩٥٩
٢٠٠٤	١ ،٣٧٨ ،٣٣٤
٢٠٠٥	١ ،١٥٨ ،٥١٠

المصدر : التقارير السنوية البورصة الماليزية المحدودة (Bursa Malaysia Berhad)
للفترة الزمنية (٢٠٠١- ٢٠٠٥)

الشكل رقم (٤) :

حجم عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام المتداولة الفترة (٢٠٠١- ٢٠٠٥م)



نلاحظ من الجدول والشكل السابق، بأن عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام هى عقود المشتقات النشطة فى البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة وتسجل زيادة فى حجم العقود المتداولة من سنة ٢٠٠١ إلى سنة ٢٠٠٣. إن سبب الزيادة من ٤٧٩،٧٩٩ عقد إلى ٩٠٩،٠٧٣ عقد هو تحويل نظام التداول من ردهة البورصة إلى التجارة الالكترونية بالكامل فى سنة ٢٠٠٢. وهذا يؤدي إلى تحسين كفاءة السوق ولذلك يزيد التداول في هذه العقود.[١]

واستمرت زيادة حجم التداول فى هذه العقود في سنة ٢٠٠٣ إلى ١،٤٢٩،٩٥٩ عقد بسبب مشكلة الجفاف الخطيرة في مزارع فول الصويا في الولايات المتحدة الأمريكية

---

(١) التقرير السنوي للبورصة الماليزية لعام ٢٠٠٢ (Bursa Malaysia Annual Report 2002)، ص. ٦٠.

وهذه الحالة سببت انخفاض غير المتوقع في الإنتاج.(١) ولكن في سنة ٢٠٠٤ و٢٠٠٥ سجل انخفاض قليل في هذه العقود بسبب زيادة الطلب على وقود الديزل الحيوي (bio-diesel fuel). (٢) وعلى الرغم من الانخفاض القليل في حجم العقود المتداولة، فأن هذه العقود ما زالت العقود النشطة في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة. (٣)

٢) عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام (Crude Palm Kernel Oil Futures-FPKO)

إن الأداة الأصيلة لهذه العقود هي زيت نواة النخيل. زيت النخيل الخام هو زيت نباتي انتزع من ثمار النخلة الزيتية بينما زيت نواة النخيل هو الطارد المضغوط من نواة ثمار النخلة الزيتية. وزيت نواة النخيل مشابه لزيت جوز الهند، ولهما نسبة عالية من حامض اللوريك وهذا يجعل زيت نواة النخيل بديل فعّال لزيت جوز الهند الخام في إنتاج الصابون الممتاز. كلاهما جزء من مجموعة الزيوت المعروفة بزيت اللوريك (lauric oil). هذه الزيوت مستعملة بشكل كبير لإنتاج مواد التنظيف. إن المنتج الأكبر لزيت نواة النخيل الخام في العالم هو ماليزيا وإندونيسيا، وفي إندونيسيا، يجيء عرض هذا الزيت في الغالب من سومطرة (Sumatra) وسولويسي (Sulawesi) (*). وفي عام ٢٠٠٣، أنتجت ماليزيا ١,٥ إلى ١,٦ مليون طن متري من زيت نواة النخيل الخام، وتتوقع الزيادة في الإنتاج فيما بعد.(٤)

وعقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام هي العقود التي تسمح للبائع في تسليم زيت نواة النخيل الخام في المستقبل وتسمح للمشتري في استلامه أيضا في المستقبل.

---

(١) التقرير السنوي للبورصة الماليزية لعام ٢٠٠٣ (Bursa Malaysia Annual Report 2003)، ص. ٧٩.
(٢) التقرير السنوي للبورصة الماليزية لعام ٢٠٠٥ (Bursa Malaysia Annual Report 2005)، ص. ٤٦
وانظر أيضا التقرير السنوي لهذه البورصة لعام ٢٠٠٤ (Bursa Malaysia Annual Report 2004)، ص. ٢٤.
(٣) التقارير السنوية للبورصة الماليزية من سنة ٢٠٠١ ــ ٢٠٠٥.
(*) اسم البلد في اندونيسيا.
(4) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Module 2, Examination Study Guide, opcit, p. 5-2.

وتتماثل هذه العقود بعقود المستقبليات لزيت النخيل الخام من حيث أنهما قابلة للتسليم. ويبين الجدول التالي خلاصة مواصفات عقود المستقبليات لزيت نواة النخل الخام.(١)

الجدول رقم (٥) :

خلاصة مواصفات عقود المستقبليات لزيت نواة النخل الخام

رمز العقد	FPKO
الأداة الأصيلة	زيت نواة النخيل الخام
حجم العقد	٢٥ طن متري
تقلب أدنى في السعر	١ ريغكيت ماليزي (RM 1) لكل طن متري
حدود السعر اليومية	١٠٠ ريغكيت ماليزي (RM 100) لكل طن فوق أو تحت أسعار تسوية اليوم السابق لكل شهر، ماعدا الشهر الفوري (spot month) (*).
شهر التعاقد (contract month)	الشهر الفوري وخمسة شهور قادمة وفيما بعد، تتناوب الشهور بحدود ١٢ شهر للأمام.
أوقات التداول	جلسة التداول الأولى : ١٠,٣٠ صباحا حتى ١٢,٣٠ ظهرا. (التوقيت المحلي الماليزي). جلسة التداول الثانية : ٣,٠٠ مساء حتى ٦,٠٥ مساء. (التوقيت المحلي الماليزي).
يوم التداول النهائي وتاريخ الاستحقاق	ينتهي العقد في الساعة ١٢,٠٥ ظهرا في اليوم الخامس عشر من شهر التسليم (الشهر الذي يتم فيه التسليم). إذا كان اليوم الخامس عشر هو ليس يوم التداول، ينتهي العقد في يوم العمل السابق.
فترة المناقصة (Tender period)	يوم العمل الأول حتى يوم العمل العشرون من

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Module 2, Examination Study Guide, opcit, p. 3-5 – 5-5. Refer also www.mdex.com.my

(*) الشهر الذي سيكون عقود المستقبليات مستحقة وتصبح قابلة للتسليم.

	شهر التسليم، وإذا كان اليوم العشرون هو ليس يوم التداول، تنتهي فترة المناقصة في يوم العمل السابق.
درجة تصنيف العقد ونقاط التسليم	كل المناقصة لا بد أن تتكون من ٢٥ طن متري من زيت نواة النخيل الخام وهو من النوع التجاري الجيد، وهو بالجملة، غير مقصورة (unbleached) وهو مخزون في تجهيزات حوض الميناء في الموقع حسب اختيار البائع في فورت كلنج (Port Kelang) وبيناج (Penang) وفي فاسير كوداج جوهر(Pasir Gudang, Johor).(*) وأن يكون الحامض خالي الدسم (Free Fatty Acids-FFA) مثل حامض اللوريك (Lauric Acid) في زيت نواة النخيل الذي يُسلم إلى تجهيزات حوض الميناء لا تتجاوز ٣,٥% ويُسحَب من تجهيزات حوض الميناء لا تتجاوز ٤%. وأن تكون الرطوبة والشوائب (Moisture and Impurities) لا تتجاوز ٠,٥% وقيمة اليود (Iodine) في مستوى ١٦,٥ ≥ ١٨,٧٥. ومستوي اللون من ٤ احمر إلى ٨ احمر & ٦٠ اصفر ماكس. (colour range from 4 Red to 8 Red & 60 Yellow Max)

المصدر : http://www.mdcx.com.my

(*) كل هذه اسم المدينة في ماليزيا.

يبين الجدول والشكل التالي حجم عقود المستقبليات لزيت نواة النخل الخام المتداولة من سنة ٢٠٠١ ــ ٢٠٠٥.

الجدول رقم (٦) :

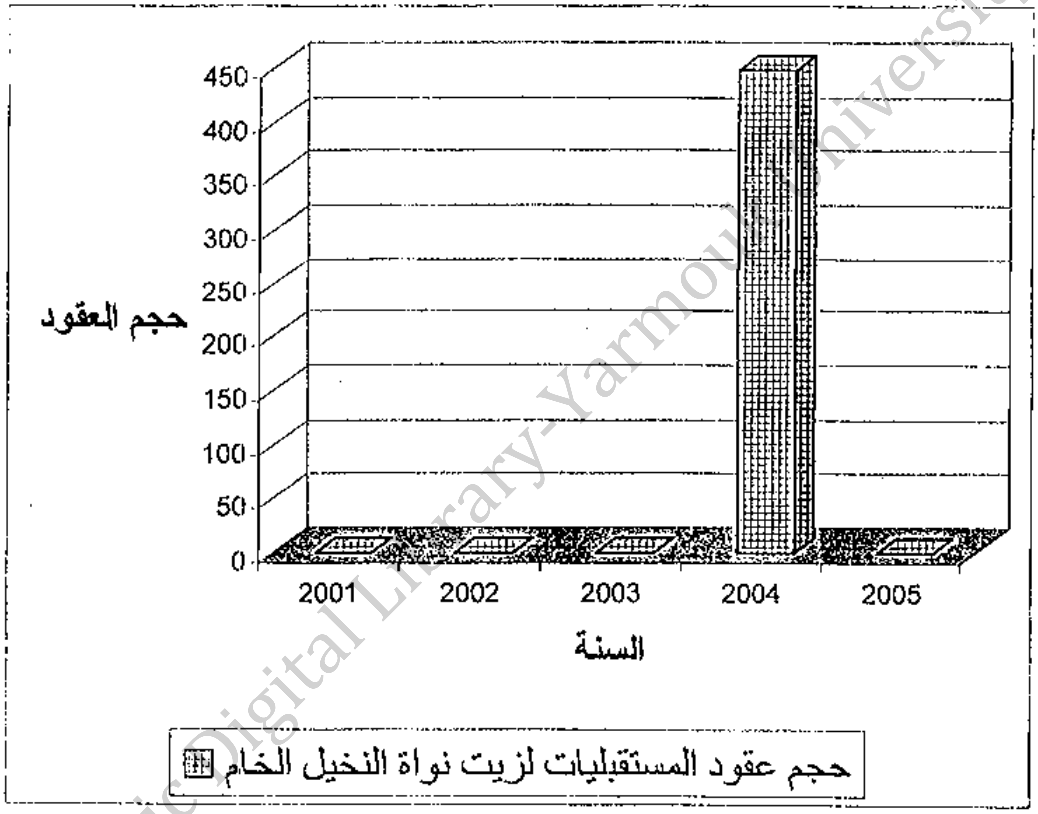
حجم عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام المتداولة للفترة (٢٠٠١- ٢٠٠٥م)

السنة	حجم العقود
٢٠٠١	-
٢٠٠٢	-
٢٠٠٣	-
٢٠٠٤	٤٤٩
٢٠٠٥	٠

المصدر : التقارير السنوية البورصة الماليزية المحدودة (Bursa Malaysia Berhad) للفترة الزمنية (٢٠٠١- ٢٠٠٥)

الشكل رقم (٥) :

حجم عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام المتداولة للفترة (٢٠٠١- ٢٠٠٥م)



طرحت البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة عقود لزيت نواة النخيل الخام في فبراير/شباط ٢٠٠٣ ولذلك إن حجم العقود المتداولة ليست متوافرة قبل سنة ٢٠٠٤ وحجم العقود المتداولة في سنة ٢٠٠٤ هو ٤٤٩ وصفر في سنة ٢٠٠٥. نلاحظ، إن سبب هذا الانخفاض هو تركيز المستثمرين على التداول في عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام وزيادة الطلب على وقود الديزل الحيوي (bio-diesel fuel).[1]

(١) التقرير السنوي للبورصة الماليزية لعام ٢٠٠٥ (Bursa Malaysia Annual Report 2005)، ص. ٤٦.

الفرع الثاني : عقود مستقبليات الملكية (Equity Futures) (عقود المستقبليات لمؤشر كوالا لمبور المركب (Kuala Lumpur Composite Index Futures (FKLI))

بدأ التداول بعقود المستقبليات لمؤشر سوق الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية في عام ١٩٨٢. في ماليزيا، طرحت عقود المستقبليات لمؤشر الأسهم في ديسمبر/كانون الأول ١٩٩٥ بانطلاق عقود المستقبليات لمؤشر كوالا لمبور المركب (Kuala Lumpur Composite Index Futures (FKLI) في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة (وفي ذلك الوقت تسمى ببورصة كوالا لمبور للخيارات والمستقبليات المالية (THE KUALA LUMPUR OPTIONS AND FINANCIAL FUTURES EXCHANGE-KLOFFE). وتتداول هذه العقود في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة مستندة إلى مؤشر كوالا لمبور المركب (KLCI) الذي يمثل سوق الأسهم الماليزية ككل. ويُستعمل مؤشر الأسهم كمقياس لتقييم أداء سوق الأسهم. لذلك، يقيس مؤشر كوالا لمبور المركب (KLCI) أداء سوق الأسهم الماليزية.[١]

يُحسَب KLCI باستعمال أسعار السوق للشركات المدرجة في البورصة الماليزية للأوراق المالية المحدودة. ونماذج الشركات الذي يتضمن في المؤشر المحدد في أفضل ١٠٠ شركة ويتم اختيار الأسهم في المؤشر طبقا لمجموعة معايير قرّرت من قبل البورصة الماليزية للأوراق المالية المحدودة.[٢]

وعقود المستقبليات لمؤشر كوالا لمبور المركب هي عقود المشتقات التي تسمح للبائع في التسليم والمشتري في استلام مجموعة الأسهم في المستقبل. ولكن، لا يوجد تسليم حقيقي في هذه العقود في تاريخ الانتهاء لأن تسوية هذه العقود تتم بواسطة التسوية

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Module 2, Examination Study Guide, opcit, p. 3-2.

(٢) المرجع السابق.

النقدية.[1] ويبين الجدول التالي مواصفات عقود المستقبليات لمؤشر كوالا لمبور المركب (Kuala Lumpur Composite Index Futures (FKLI). بشكل موجز.

الجدول رقم (٧) :

خلاصة مواصفات عقود المستقبليات لمؤشر كوالا لمبور المركب

رمز العقد	FKLI
الأداة الأصيلة	مؤشر كوالا لمبور المركب (KLCI)
حجم العقد	مؤشر الأسهم المركبة يضاعف ريغكيت ماليزي ٥٠ (RM50) [KLCI × RM 50]
تقلب أدنى في السعر	٠,٥ نقطة المؤشر التي تقيم في ٢٥ ريغكيت ماليزي (RM 25)
شهر التعاقد (contract month)	الشهر الفوري، الشهر التالي، والشهران الفصليان التقويميان القادمان. والشهور الفصلية التقويمية هي مارس/آذار، يونيو/حزيران، سبتمبر/أيلول، وديسمبر /كانون الأول
أوقات التداول	جلسة التداول الأولى : ٨,٤٥ صباحا حتى ١٢,٤٥ ظهرا. (التوقيت المحلي الماليزي) وجلسة التداول الثانية : ٢,٣٠ مساء حتى ٥,١٥ مساء. (التوقيت المحلي الماليزي)
يوم التداول النهائي	يوم العمل الأخير من شهر التعاقد.
التسوية النهائية	التسوية النقدية مستندة إلى قيمة التسوية النهائية.
حد المركز للمضاربة	١٠،٠٠٠ عقد ، مركز مفتوح إجمالي صافي.

المصدر : http://www.mdex.com.my

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Module 2, Examination Study Guide, opcit, p. 3-3.and look also, www.mdex.com.my

يبين الجدول والشكل التالي نشاط عقود المستقبليات لمؤشر كوالا لمبور المركب للفترة الزمنية ٢٠٠١ ـ ٢٠٠٥.

الجدول رقم (٨) :

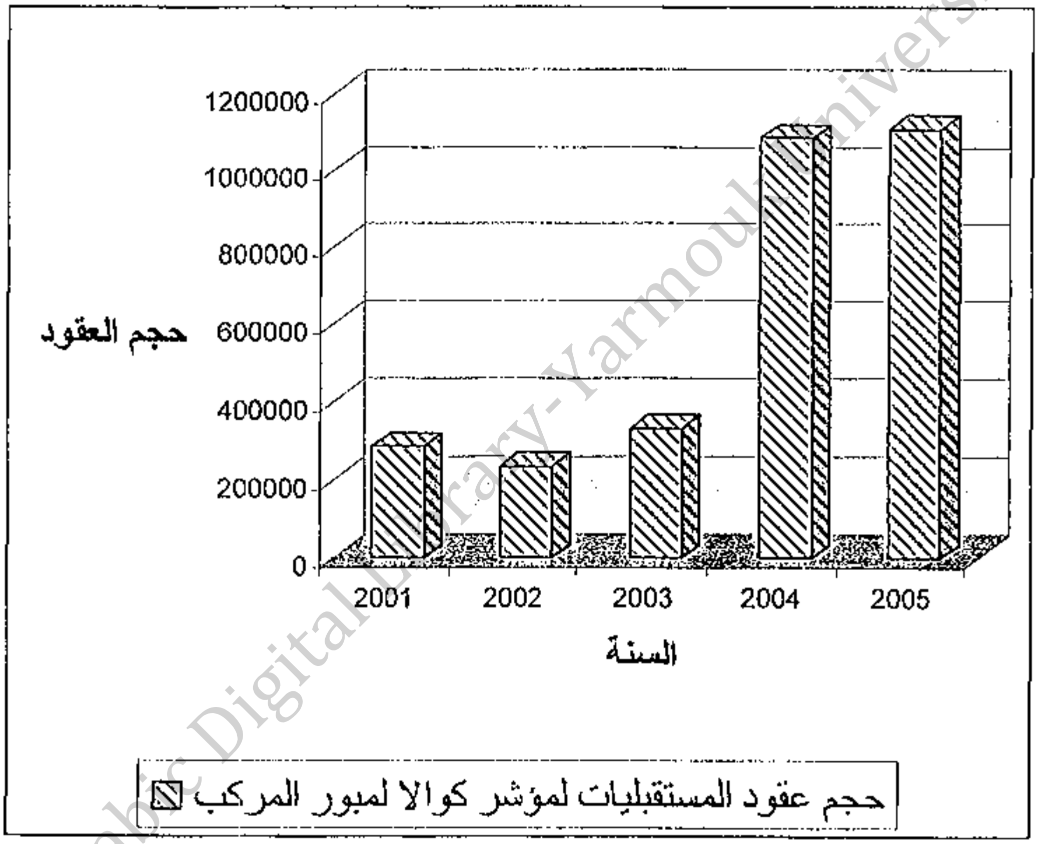
حجم عقود المستقبليات لمؤشر كوالا لمبور المركب المتداولة للفترة (٢٠٠١- ٢٠٠٥م)

السنة	حجم العقود
٢٠٠١	٢٨٧،٥٢٨
٢٠٠٢	٢٣٣،٨٦٣
٢٠٠٣	٣٣١،٢١٨
٢٠٠٤	١،٠٨٨،٤١٩
٢٠٠٥	١،١١١،٥٧٥

المصدر : التقارير السنوية البورصة الماليزية المحدودة (Bursa Malaysia Berhad) للفترة الزمنية (٢٠٠١- ٢٠٠٥)

الشكل رقم (٦ أ):

حجم عقود المستقبليات لمؤشر كوالا لمبور المركب المتداولة للفترة (٢٠٠١-٢٠٠٥م)



نلاحظ من الجدول والشكل السابق، انخفض حجم العقود المتداولة في سنة ٢٠٠٢ مقارنة بسنة ٢٠٠١ إلى ٢٣٣،٨٦٣ عقد. إن التباطؤ في سوق الأسهم بسبب الاقتصاد الأمريكي المتباطئ وهذا يؤدي إلى انخفاض نشاط هذه العقود.[1] سجل في سنة ٢٠٠٣ ارتفاع في حجم العقود المتداولة إلى ٣٣١،٢١٨ عقد بسبب النمو القوي للاقتصاد في آسيا مع ارتفاع حجم الصادرات في هذه السنة الذي ساهم في تحسين السوق المحلية.[2] واستمرت الزيادة في حجم العقود المتداولة في عقود المستقبليات لمؤشر كوالا لمبور

(١) التقرير السنوي للبورصة الماليزية لعام ٢٠٠٢ (Bursa Malaysia Annual Report 2002)، ص. ٧٠.
(٢) التقرير السنوي للبورصة الماليزية لعام ٢٠٠٣ (Bursa Malaysia Annual Report 2003)، ص. ٧٨.

المركب في سنة ٢٠٠٤ ٢٠٠٥. خصوصا في أغسطس/آب ٢٠٠٥ بعد أعلن البنك الماليزي المركزي اعتماد التعويم الموجهة للعملة الماليزية (رينجيت ماليزي) في ٢١ يوليو/تموز ٢٠٠٥.[١]

الفرع الثالث : عقود مستقبليات المالية (Financial Futures)

تنقسم عقود المستقبليات المالية إلى:

١) عقود المستقبليات لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالا لمبور لمدة ثلاثة شهور

Three – Month Kuala Lumpur Interbank Offered Rate Futures (FKB3)

إن المشاركين في سوق المال بين البنوك (Interbank Money Market) يتضمن البنوك التجارية، وبيت الخصم (Discount House) ، وشركة الرهن الوطنية (Cagamas)، والشركات المالية. ويعرف البنك المركزي الماليزي بأن الوديعة بين البنوك التي تشكل الأداة الأصيلة لعقود المستقبليات لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالا لمبور لمدة ثلاثة شهور (KLIBOR Futures) هي النقود المملوكة لمؤسسة بين البنوك المصدقة (Approved Interbank Institution) التي تودع في المؤسسة المصدقة الأخرى بشرط أن يدفع المبلغ الرئيسي مع الفائدة في النسبة المئوية في تاريخ استحقاق الوديعة.[٢]

(١) التقرير السنوي للبورصة الماليزية لعام ٢٠٠٥ (Bursa Malaysia Annual Report 2005)، ص. ٤٦.
(2) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Module 2, Examination Study Guide, opcit, p. 4-2.

ومعدل الاقتراض بين بنوك كوالا لمبور (Kuala Lumpur Interbank Offered Rate-KLIBOR) في المفهوم البسيط هو سعر الفائدة على الأموال القصيرة الأجل التي توضع في سوق المال بين البنوك. ويُستخدم معدل الاقتراض بين بنوك كوالا لمبور (KLIBOR) كمعيار لتسعير أدوات سوق المال الأخرى. على سبيل المثال، تستعمل الكثير من البنوك هذا المعدل كمعيار لتسعير القروض إلى الشركات حيث يوصل هذا المعدل بموضوعية عن طريق عملية اقتراض وإقراض بين عدد كبير من مشاركي السوق.[1]

بدأ التداول بعقود المستقبليات لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالا لمبور (KLIBOR) في مايو/مايس ٢٠٠٤ والعقد مستند إلى الوديعة بين البنوك لمدة ثلاثة شهور في سوق المال بين بنوك كوالا لمبور ويكون عنده القيمة الرئيسية ١ مليون رينجيت ماليزي. إن المستخدمين الأساسيين لهذه العقود هم: البنوك التجارية، وبيت الخصم، وشركة الرهن الوطنية (Cagamas)، والشركات المالية وشركات التأمين.[2] والجدول التالي يبين مواصفات عقود المستقبليات لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالا لمبور لمدة ثلاثة شهور المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة بشكل موجز وهي قد تتغير من وقت إلى وقت آخر.

---

(١) انظر:
Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Module 2, Examination Study Guide, opcit, p. 4-2.

(٢) المرجع السابق، ص. ٤-٨. وانظر أيضا: www.mdex.com.my .

الجدول رقم (٩) :

خلاصة مواصفات عقود المستقبليات لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالا لمبور لمدة ثلاثة شهور

رمز العقد	FKB3
الأداة الأصيلة	الوديعة الآجلة بين المصارف التي تكون في العملة الماليزية (رينجيت (Ringgit)) في سوق المال الجملة في كوالا لمبور مع ثلاثة شهور مدة الاستحقاق في السنة التي تتضمن ٣٦٠ أيام.
حجم العقد	١،٠٠٠،٠٠٠ رينجيت ماليزي (RM 1,000,000) مقتبس في مصطلح المؤشر (١٠٠,٠٠ ناقص العائد) (100.00 minus yield)
تقلب أدنى في السعر	٠,٠١% أو I tick (يؤشر بعلامة صغيرة)
شهر التعاقد (contract month)	الشهور الفصلية وهي مارس/آذار، يونيو/حزيران، سبتمبر/أيلول، وديسمبر /كانون الأول بحدود خمسة سنوات للأمام وشهرين متسلسلين.
أوقات التداول	جلسة التداول الأولى : ٩,٠٠ صباحا حتى ١٢,٣٠ ظهرا. (التوقيت المحلي الماليزي) وجلسة التداول الثانية : ٢,٣٠ مساء حتى ٥,٠٠ مساء. (التوقيت المحلي الماليزي)
يوم التداول النهائي وتاريخ الاستحقاق	ينتهي التداول في الساعة ١١,٠٠ صباحا (التوقيت المحلي الماليزي) في يوم الأربعاء الثالث من شهر التسليم أو يوم العمل الأول الذي يتبع يوم الأربعاء الثالث فورا من شهر التسليم إذا كان يوم الأربعاء الثالث ليس يوم التداول.

التسوية النهائية	التسوية النقدية مستندة إلى قيمة التسوية النهائية.
المركز القابل للتقرير (Reportable Position)	المركز المفتوح هو ١٠٠ أو أكثر في أي شهر التسليم عند إقفال التداول في كل يوم عمل.
حد المركز للمضاربة	٢٠،٠٠٠ عقد ، مركز مفتوح إجمالي صافي لكل شهر التسليم.

المصدر : http://www.mdex.com.my

يبين الجدول والشكل التالي حجم عقود المستقبليات لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالا لمبور لمدة ثلاثة شهور المتداولة للفترة الزمنية ٢٠٠١ ـ ٢٠٠٥.

الجدول رقم (١٠) :

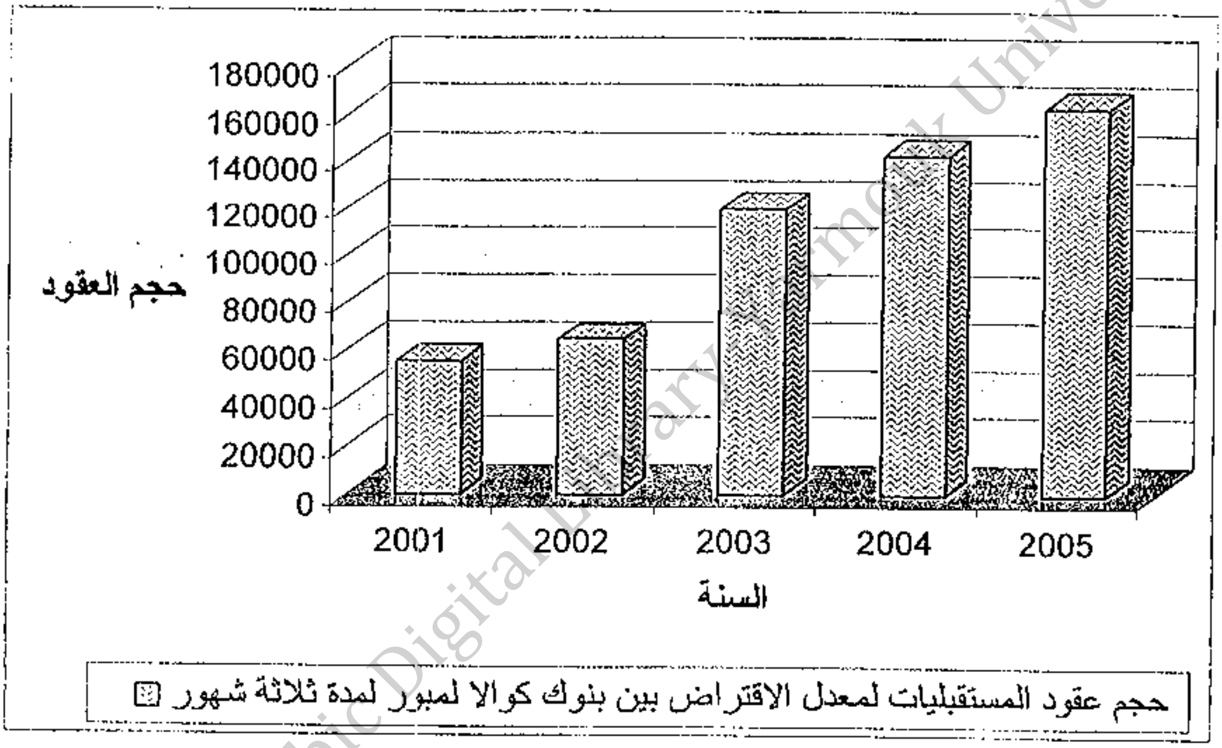
حجم عقود المستقبليات لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالا لمبور لمدة ثلاثة شهور المتداولة للفترة (٢٠٠١- ٢٠٠٥م)

السنة	حجم العقود
٢٠٠١	٥٤،٩١٤
٢٠٠٢	٦٤،٣٠٧
٢٠٠٣	١١٩،٦٥٩
٢٠٠٤	١٤١،٩٦٩
٢٠٠٥	١٦٢،٥٩٢

المصدر : التقارير السنوية البورصة الماليزية المحدودة (Bursa Malaysia Berhad) للفترة الزمنية (٢٠٠١- ٢٠٠٥)

الشكل رقم (٧) :

حجم عقود المستقبليات لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالا لمبور لمدة ثلاثة شهور المتداولة للفترة (٢٠٠١- ٢٠٠٥م)



يبين الجدول والشكل السابق إن حجم العقود المتداولة في سنة ٢٠٠٢ هو ٦٤،٣٠٧ عقد الذي يمثل النمو ١٧،١% مقارنة بحجم العقود في سنة ٢٠٠١ نتيجة تحويل نظام التداول في البورصة إلى التجارة الالكترونية بالكامل في سنة ٢٠٠٢ حيث تداولت عقود المستقبليات لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالا لمبور لمدة ثلاثة شهور قبل سنة ٢٠٠٢ في ردهة البورصة، ولذلك أدى إلى ارتفاع عدد المتعاملين في هذه العقود.[1] واستمر

(١) التقرير السنوي للبورصة الماليزية لعام ٢٠٠٢ (Bursa Malaysia Annual Report 2002)، ص. ٦٠ و ٧١.

النمو في حجم العقود المتداولة من سنة ٢٠٠٣ إلى ٢٠٠٥ بسبب سعر الفائدة المستقرة ونشاط strip في تبادل سعر الفائدة المحلي (Swap). Strip هو تداول أربع أو أكثر من عقود المستقبليات المتتابعة لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالا لمبور لمدة ثلاثة شهور الذي يعطي مشاركي السوق فرصة للتحوط سعر الفائدة الثابتة طويلة الأجل.(١)

٢) عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية

(Malaysian Government Securities Futures)

إن الأوراق المالية الحكومية الماليزية هي الأوراق المالية ذات دخل ثابت متداولة في سوق السندات. وهي أيضا معروفة بالسندات الحكومية، تعتبر الأوراق المالية من الدرجة الأولى لأنها تمثل إقتراضات من أفضل اسم في البلاد ، يعني الحكومة. ولقد أصدرت هذه الأوراق لتمويل المشاريع الحكومية التنموية طويلة الأجل. إن هذه الأوراق المالية لها مدة استحقاق متوسطة وطويلة الأجل. وأطول مدة استحقاق هو ٣٠ سنة، ولكن حتى الآن، إن أطول سند مصدر من الحكومة له مدة استحقاق ٢١ سنة. يُدفع الكوبون (coupon) (*) نصف سنوي ونسبة الكوبون محددة بالمعدل المرجّح (weighted average) من العائد.(٢)

وتصدر هذه الأوراق المالية من خلال نظام المزاد العلني (Auction System) (**) والاكتتاب، ويمكن أيضا أن نشتري هذه الأوراق المالية من السوق الثانوية أو من البنك

---

(١) التقرير السنوي للبورصة الماليزية لعام ٢٠٠٢(Bursa Malaysia Report 2002) ، ص. ٧١ والتقرير لعام (Bursa Malaysia Report 2003) ، ص. ٧٩.

(*) سعر الفائدة الثابت للسند يدفع سنويا أو نصف سنويا.

(2) *Securities* Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Module 2, Examination Study Guide, opcit, p. 6-2.

(**) وهو نظام يعطي الأولوية لأقل عرض للبيع ولأعلى سعر (طلب) للشراء، يتم التزايد في السعر وفق مدة محددة. وهو نظام متبع في أغلب بورصات الأوراق المالية العالمية

المركزي الماليزي. وإن سعر السندات الحكومية يُتأثر بقائمة أسعارها في البنك المركزي الماليزي التي تنشرها شهرياً، بالإضافة إلى العرض والطلب السائد على السندات.(١)

إن عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية هي العقود التي يتم إبرامها لتسليم واستلام الأوراق المالية الحكومية الماليزية في المستقبل. وفي تاريخ الانتهاء، تسدد هذه العقود على أساس التسوية النقدية مستندة إلى قيمة التسوية النهائية.(٢) والجدول التالي يبين خلاصة مواصفات عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاث، خمس وعشر سنوات. تتشابه كل هذه العقود بعضها بعض إلا إن الفرق بينها هو في مدة الاستحقاق.

أ) عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاث سنوات

Three–Year Malaysian Government Securities Futures (FMG3)

يبين الجدول التالي خلاصة مواصفات عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاث سنوات.

---

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Module 2, Examination Study Guide, opcit, p. 6-2.

(٢) المرجع السابق. وانظر أيضا www.mdex.com.my

الجدول رقم (١١) :

خلاصة مواصفات عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاث سنوات

رمز العقد	FMG3
الأداة الأصيلة	السندات الحكومية الماليزية لمدة ثلاث سنوات
نسبة الكوبون (coupon rate)	٦%
تقلب أدنى في السعر	٠,٠١% أو ١٠ رينجيت ماليزي (RM 10)
شهر التعاقد (contract month)	أقرب أربعة أشهر فصلية وهي مارس/آذار، يونيو/حزيران، سبتمبر/أيلول، وديسمبر /كانون الأول.
أوقات التداول	جلسة التداول الأولى : ٩,٠٠ صباحا حتى ١٢,٣٠ ظهرا. (التوقيت المحلي الماليزي) وجلسة التداول الثانية : ٢,٣٠ مساء حتى ٥,٠٠ مساء. (التوقيت المحلي الماليزي)
يوم التداول النهائي	ينتهي التداول في الساعة ١١,٠٠ صباحا (التوقيت المحلي الماليزي) في يوم الأربعاء الثالث من شهر التسليم أو يوم العمل الأول الذي يتبع يوم الأربعاء الثالث فورا من شهر التسليم إذا كان يوم الأربعاء الثالث ليس يوم التداول.
التسوية النهائية	التسوية النقدية.
طريقة التسوية النقدية	١) ستُحسَب قيمة التسوية النهائية من الحصيلة النهائية وفقا للمعادلة التالية : $\text{Price} = \{(C/Y)[1-(1+Y/2)^{-2N}] + (1+Y/2)^{-2N}\} \times \text{RM } 100.$ C = Coupon, Y = Yield

	٢) إذا لا يمكن أن يتم الحساب السابق، ستحسب قيمة التسوية النهائية وفقا للحساب المصدق من البورصة في ساعة ١١ صباحا (التوقيت المحلي الماليزي) في يوم التداول النهائي. ٣) إذا لا يمكن أن تتم الحسابين السابقين، ستحسب قيمة التسوية النهائية وفقا للحساب من البنك المركزي الماليزي في ساعة ١١ صباحا (التوقيت المحلي الماليزي) في يوم التداول النهائي. وإذا لا يمكن أن تتم كل هذه الحسابات، ستحدد البورصة قيمة التسوية النهائية.
الأوراق المالية الحكومية الماليزية المؤهلة (Eligible Malaysian Government Securities-MGS)	هي الأوراق المالية الحكومية الماليزية (MGS) الموجودة حاليا في السوق، أو الأوراق المالية الحكومية الماليزية الجديدة أو التي تعيد إصدارها (Reissued MGS)، التي تحقق متطلب حجم الإصدار الأدنى وهو ٥٠٠ مليون رينجيت ماليزي (RM 500 million) ولها مدة استحقاق من ٢ ١/٢ إلى ٣ ١/٢ سنوات.

المصدر : http://www.mdex.com.my

يبين الجدول والشكل التالي حجم عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاث سنوات المتداولة للفترة الزمنية ٢٠٠١ ــ ٢٠٠٥.

الجدول رقم (١٢) :

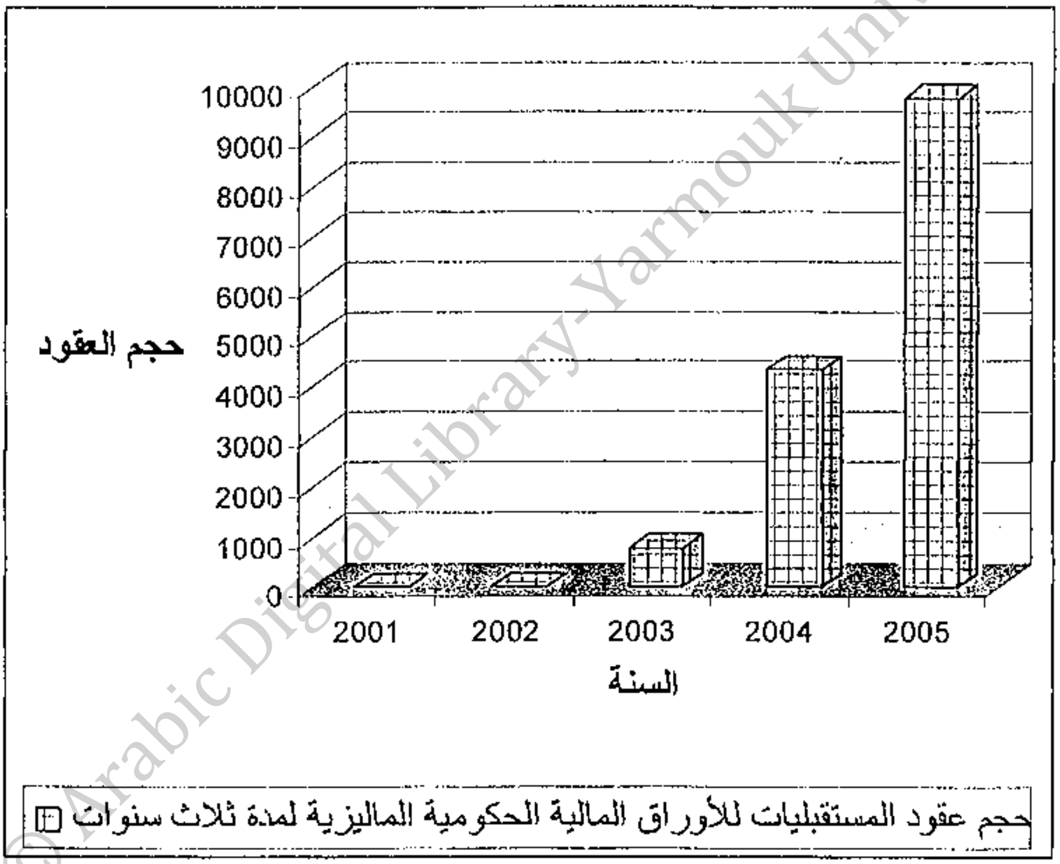
حجم عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاث سنوات المتداولة للفترة (٢٠٠١- ٢٠٠٥م)

السنة	حجم العقود
٢٠٠١	-
٢٠٠٢	-
٢٠٠٣	٧٨١
٢٠٠٤	٤،٣٢٧
٢٠٠٥	٩،٧٥٣

المصدر : التقارير السنوية البورصة الماليزية المحدودة (Bursa Malaysia Berhad) للفترة الزمنية (٢٠٠١- ٢٠٠٥)

الشكل رقم (٨) :

حجم عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاث سنوات المتداولة للفترة (٢٠٠١- ٢٠٠٥م)



يبين الجدول والشكل السابق إن حجم العقود المتداولة فى سنة ٢٠٠٣ هو ٧٨١ عقد وزاد فى سنة ٢٠٠٤ إلى ٤،٣٢٧ عقد و٩،٧٥٣ عقد فى سنة ٢٠٠٥. نلاحظ إن هناك ارتفاع بسيط في نشاط هذه العقود بسبب تركيز المتعاملين على عقود المستقبليات الأخرى خاصة عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام.

ب) عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات

Five-Year Malaysian Government Securities Futures (FMG5)

يبين الجدول التالي خلاصة مواصفات عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات.

الجدول رقم (١٣) :

خلاصة مواصفات عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات

رمز العقد	FMG5
الأداة الأصيلة	السندات الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات
نسبة الكوبون (coupon rate)	٦%
تقلب أدنى في السعر	٠,٠١% أو ١٠ رينجيت ماليزي (RM 10)
شهر التعاقد (contract month)	أقرب أربعة أشهر فصلية وهي مارس/آذار، يونيو/حزيران، سبتمبر/أيلول، وديسمبر /كانون الأول.
أوقات التداول	جلسة التداول الأولى : ٩,٠٠ صباحا حتى ١٢,٣٠ ظهرا. (التوقيت المحلي الماليزي) وجلسة التداول الثانية : ٢,٣٠ مساء حتى ٥,٠٠ مساء. (التوقيت المحلي الماليزي)
يوم التداول النهائي	ينتهي التداول في الساعة ١١,٠٠ صباحا (التوقيت المحلي الماليزي) في يوم الأربعاء الثالث من شهر التسليم أو يوم العمل الأول الذي يتبع يوم الأربعاء الثالث فورا من شهر التسليم إذا كان يوم الأربعاء الثالث ليس يوم التداول.

التسوية النهائية	التسوية النقدية.
طريقة التسوية النقدية	١) ستُحسَب قيمة التسوية النهائية من الحصيلة النهائية وفقا للمعادلة التالية : $Price = \{(C/Y)[1-(1+Y/2)^{-2N}] + (1+Y/2)^{-2N}\} \times RM\ 100.$ C = Coupon, Y = Yield ٢) إذا لا يمكن أن يتم الحساب السابق، ستحسب قيمة التسوية النهائية وفقا للحساب المصدق من البورصة في ساعة ١١ صباحا (التوقيت المحلي الماليزي) في يوم التداول النهائي. ٣) إذا لا يمكن أن يتم الحسابين السابقين، ستحسب قيمة التسوية النهائية وفقا للحساب من البنك المركزي الماليزي في ساعة ١١ صباحا (التوقيت المحلي الماليزي) في يوم التداول النهائي. وإذا لا يمكن أن تتم كل هذه الحسابات، ستحدد البورصة قيمة التسوية النهائية.
الأوراق المالية الحكومية الماليزية المؤهلة (Eligible Malaysian Government Securities-MGS)	هي الأوراق المالية الحكومية الماليزية (MGS) الموجودة حاليا في السوق، أو الأوراق المالية الحكومية الماليزية الجديدة أو التي تعيد إصدارها (Reissued MGS)، التي تحقق متطلب حجم الإصدار الأدنى وهو رينجيت ماليزي ٥٠٠ مليون (RM 500 million) ولها مدة استحقاق من ٤ ٢/١ إلى ٥ ٢/١ **سنوات.**

المصدر : http://www.mdex.com.my

يبين الجدول والشكل التالي حجم عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات المتداولة للفترة الزمنية ٢٠٠١ ـ ٢٠٠٥.

الجدول رقم (١٤) :

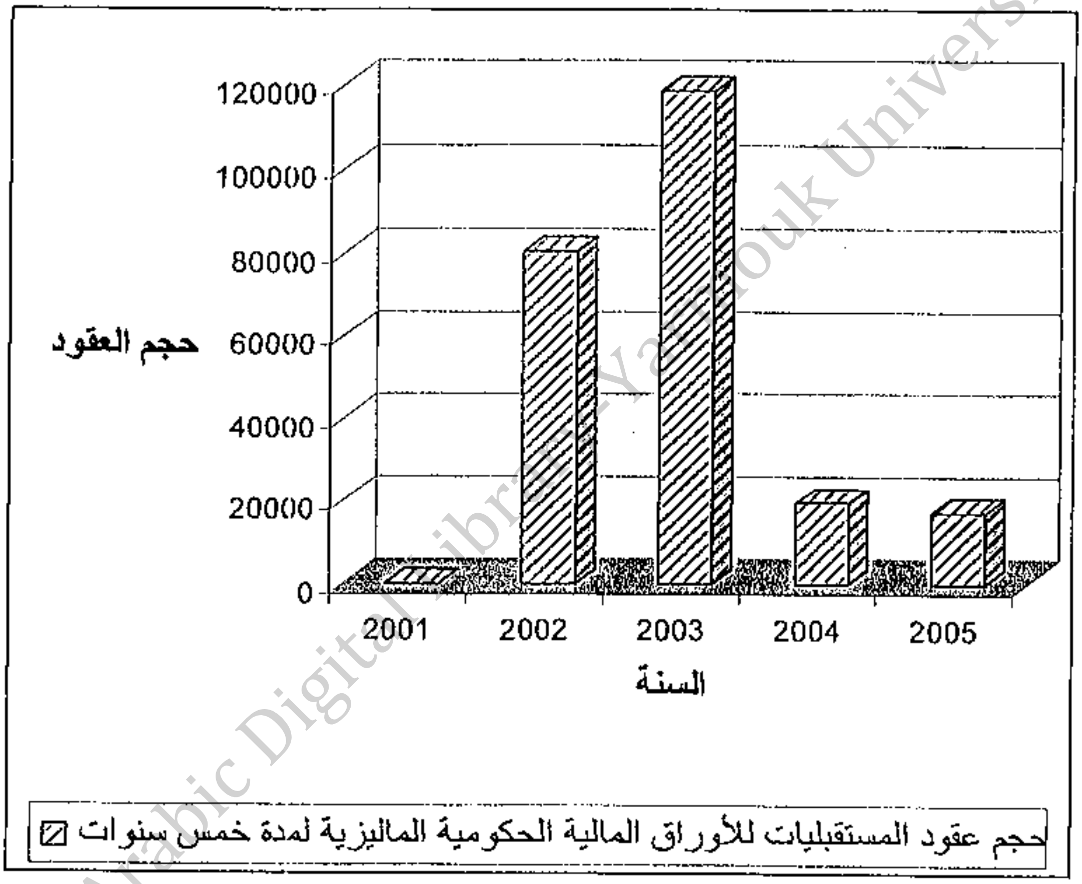
حجم عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات المتداولة للفترة (٢٠٠١- ٢٠٠٥م)

السنة	حجم العقود
٢٠٠١	-
٢٠٠٢	٨٠،٤١٩
٢٠٠٣	١١٨،٦٣٥
٢٠٠٤	١٩،٤٩٤
٢٠٠٥	١٧،٢١٥

المصدر : التقارير السنوية البورصة الماليزية المحدودة (Bursa Malaysia Berhad) للفترة الزمنية (٢٠٠١- ٢٠٠٥)

الشكل رقم (٩) :

حجم عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات المتداولة للفترة (٢٠٠١- ٢٠٠٥م)



نلاحظ من الجدول والشكل السابق إن حجم العقود المتداولة فى سنة ٢٠٠٢ هو ٨٠،٤١٩ عقد وارتفع حجم العقود في سنة ٢٠٠٣ الذي سجل ١١٨،٦٣٥ عقد الذي تم التداول به في البورصة. ولكن انخفض حجم العقود المتداولة فى سنة ٢٠٠٤ إلى ١٩،٤٩٤ عقد وفي سنة ٢٠٠٥ إلى ١٧،٢١٥ عقد.

ج) عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة عشر سنوات

(FMGA) Ten-Year Malaysian Government Securities Futures

يبين الجدول التالي خلاصة مواصفات عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة عشر سنوات.

الجدول رقم (١٥) :

خلاصة مواصفات عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة عشر سنوات

رمز العقد	FMGA
الأداة الأصيلة	السندات الحكومية الماليزية لمدة عشر سنوات
نسبة الكوبون (coupon rate)	٦%
أدنى تقلب في السعر	٠,٠١% أو ١٠ رينجيت ماليزي (RM 10)
شهر التعاقد (contract month)	أقرب أربعة أشهر فصلية وهي مارس/أذار، يونيو/حزيران، سبتمبر/أيلول، وديسمبر /كانون الأول.
أوقات التداول	جلسة التداول الأولى : ٩,٠٠ صباحا حتى ١٢,٣٠ ظهرا. (التوقيت المحلي الماليزي) وجلسة التداول الثانية : ٢,٣٠ مساء حتى ٥,٠٠ مساء. (التوقيت المحلي الماليزي)
يوم التداول النهائي	ينتهي التداول في الساعة ١١,٠٠ صباحا (التوقيت المحلي الماليزي) في يوم الأربعاء الثالث من شهر التسليم أو يوم العمل الأول الذي يتبع يوم الأربعاء الثالث فورا من شهر التسليم إذا كان يوم الأربعاء الثالث ليس يوم التداول.
التسوية النهائية	التسوية النقدية.
طريقة التسوية النقدية	١) ستُحسَب قيمة التسوية النهائية من الحصيلة النهائية وفقا للمعادلة التالية :

	Price = $\{(C/Y)[1-(1+Y/2)^{-2N}] + (1+Y/2)^{-2N}\} \times$ RM 100. C = Coupon, Y = Yield ٢) إذا لا يمكن أن يتم الحساب السابق، ستحسب قيمة التسوية النهائية وفقا للحساب المصدق من البورصة في ساعة ١١ صباحا (التوقيت المحلي الماليزي) في يوم التداول النهائي. ٣) إذا لا يمكن أن يتم الحسابين السابقين، ستحسب قيمة التسوية النهائية وفقا للحساب من البنك المركزي الماليزي في ساعة ١١ صباحا (التوقيت المحلي الماليزي) في يوم التداول النهائي. وإذا لا يمكن أن تتم كل هذه الحسابات، ستحدد البورصة قيمة التسوية النهائية.
الأوراق المالية الحكومية الماليزية المؤهلة (Eligible Malaysian Government Securities-MGS)	هي الأوراق المالية الحكومية الماليزية (MGS) الموجودة حاليا في السوق، أو الأوراق المالية الحكومية الماليزية الجديدة أو التي تعيد إصدارها (Reissued MGS)، التي تحقق متطلب حجم الإصدار الأدنى وهو رينجيت ماليزي ٥٠٠ مليون (RM 500 million) ولها مدة استحقاق من ٩ إلى ١١ سنة.

المصدر : http://www.mdex.com.my

يبين الجدول والشكل التالي حجم عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة عشر سنوات المتداولة للفترة الزمنية ٢٠٠١ ـ ٢٠٠٥.

الجدول رقم (١٦) :

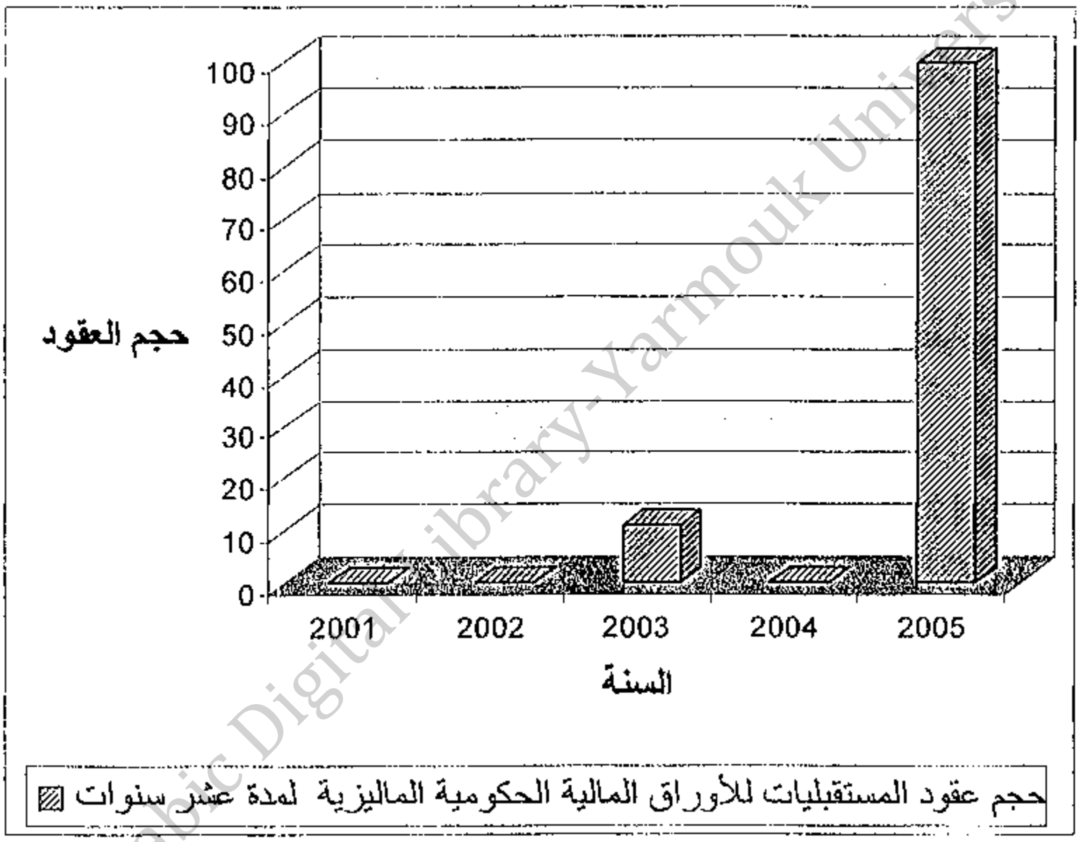
حجم عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة عشر سنوات المتداولة للفترة (٢٠٠١- ٢٠٠٥م)

السنة	حجم العقود
٢٠٠١	-
٢٠٠٢	-
٢٠٠٣	١١
٢٠٠٤	٠
٢٠٠٥	١٠٠

المصدر : التقارير السنوية البورصة الماليزية المحدودة (Bursa Malaysia Berhad) للفترة الزمنية (٢٠٠١- ٢٠٠٥)

الشكل رقم (١٠) :

حجم عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة عشر سنوات المتداولة للفترة (٢٠٠١- ٢٠٠٥م)



يبين الجدول والشكل السابق إن حجم العقود المتداولة في سنة ٢٠٠٣ هو ١١ عقد. ولا توجد أي عقود متداولة في سنة ٢٠٠٤. ولكننا شهدنا الزيادة في حجم العقود المتداولة في سنة ٢٠٠٥ الذي سجل ١٠٠ عقد في التداول. إن التباطؤ في نشاط عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاث، خمس وعشر سنوات بسبب انخفاض حجم التداول في سوق السندات المادية وعقود المستقبليات للسندات في أنحاء

العالم نتيجة القلق على سعر الفائدة الأمريكية والخزينة الأمريكية. وهذه الحالة تؤثر على حجم التداول في عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية الجديدة.[1]

المبحث الثاني : التداول في سوق المستقبليات

يتم التداول في سوق المستقبليات من خلال أعضاء البورصة ولا سبيل للمستثمرين للتعامل في هذه السوق إلا بواسطتهم. وفي هذا المبحث سنتعرف على أعضاء البورصة والمشاركين في السوق وكيفية إجراءات التعامل في عقود المستقبليات. وذلك من خلال المطالب التالية.

المطلب الأول : المشاركون في سوق المستقبليات

تتمثل الأطراف الرئيسية لعقود المستقبليات في المتعاملين الذين يتكونون من المضاربين والمستثمرين الراغبين في التحوط يعني المتحوطين والمستثمرين الراغبين في المراجحة (Arbitrageurs)، وبيت المقاصة، والوسطاء في عقود المستقبليات وأعضاء البورصة. وفيما يلي نعرض لكل من هذه الأطراف :

الفرع الأول : المتعاملون

إن المتعاملين في سوق عقود المستقبليات إما مشترين أو بائعين لتلك العقود. ويطلق على مشتري العقد بالمستثمر الذي يأخذ مركزا طويلا (Long Position)، بمعنى أنه يشتري

(١) التقرير السنوي للبورصة الماليزية لعام ٢٠٠٣ (Bursa Malaysia Report 2003)، ص. ٨٠.

العقد ويحتفظ به لفترة على أمل أن ترتفع قيمته السوقية. فيقوم ببيعه بالسعر المرتفع محققا بعض الأرباح. وأما بائعو العقود فهم أولئك المستثمرين الذين يأخذون مركزا قصيرا (Short Position) على العقد. بمعنى أنهم يبيعون العقد في الوقت الذي قد لا يملكون فيه الأصل محل التعاقد. ويأمل هؤلاء في أن تنخفض أسعار العقود في المستقبل، ليعيدوا شرائها بالأسعار الجديدة. ويقفلون بذلك مراكزهم محققين بعض الأرباح.(١)

وكما يبدو فإن بائعي عقود المستقبليات لا يختلفون عن المستثمرين الذي يبيعون الأسهم على المكشوف (short sales) في سوق الحاضر. ومن غير المعتاد أن يقوم البائعون والمشترون بتسليم الأصل محل العقد، يستثنى من ذلك حالات معينة في سوق عقود العملات الأجنبية وعقود المستقبليات لزيت النخيل الخام وعقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام التي يتم فيها تسليم الأصول محل العقد.

ويتكون المتعاملون من :

١) المتحوطين (Hedgers)

إن المستثمرين في عقود المستقبليات هم الذين يتعرضون لمخاطر التغيرات السعرية للأصول محل التعاقد ويرغبون في التحوط (Hedging) . ويهدف التحوط إلى حماية محفظة الأوراق المالية ضد التقلبات في أسعار الأصول المتكونة بالمحفظة. فالمستثمر يكون عرضة لتلك المخاطر إذا كان يمتلك الأصل أو ينتجه أو يتوقع أن يحصل عليه بشكل أو آخر، وهو ما يطلق عليه بمخاطر المركز الطويل (Long Position Risk).

ومن ناحية أخرى، قد يتعرض مستثمر آخر لتلك المخاطر إذا كان مستخدما لذلك الأصل أو يتوقع حاجته إليه، وهو ما يطلق عليه بمخاطر المركز القصير (Short Position Risk). في سوق المستقبليات، فالمستثمر الذي يتوقع أن يمتلك الأصل أو يمتلكه بالفعل، أي الذي أخذ مركزا طويلا على الأصل يمكنه تخفيض مخاطر التغيرات السعرية من

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Examination Study Guide, opcit, p. 1-8.

خلال اللجوء إلى التحوط القصير (Short Hedge)، وذلك بإبرام عقد بيع للأصل ذاته. والمستثمر الذي هو بحاجة إلى ذلك الأصل (وهو الآن أخذ مركزا قصيرا - Short Position) مستقبلا يمكنه تخفيض تلك المخاطر من خلال اللجوء إلى تحوط طويل (Long Hedge)، وذلك بإبرام عقد شراء لذلك الأصل.(١)

٢) المضاربين (Speculators)

إن من أهم وظائف عقود المستقبليات تحويل المخاطر من أطراف لا ترغب في تحمل مخاطر عالية إلى أطراف قد ترغب في تحمل هذه المخاطر آملا في تحقيق أرباح عالية فيما لو سادت الأمور على ما يرام واتجهت الأسعار بشكل مناسب. وذلك الأمر يؤدي إلى وجود المضاربين في سوق المستقبليات. إن المضاربين لا يرتبطون بأي مركز سابق في السوق. فلا يمتلكون الأصل الذي يبرمون عليه عقد بيع. ولا هم يرغبون في امتلاكه. أما الدافع من تعاملاتهم في تلك الأسواق، فهو اغتنام الفرص لتحقيق الأرباح.(٢)

فلو أن تنبؤاتهم تشير إلى أن أسعار عقود المستقبليات على أصل ما بتاريخ تسليم ما، ستكون أقل من السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر (Expected Spot Prices) في نفس تاريخ تنفيذ العقد المستقبلي ، فسوف يسعون إلى شراء تلك العقود أي يأخذون مركزا طويلا عليها (Long Position). أما إذا كانت توقعاتهم تشير إلى أن أسعار عقود المستقبليات في تاريخ التسليم سوف تكون أعلى من السعر الذي

---

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Examination Study Guide, Module 2, opcit, p. 2-8. Refer also to Securities Commissions, Malaysian Futures and Options, Regulations, Module 1, opcit, p. 1-24.
(2) Ibid, p. 1-19 – 1-20 and refer also Abdul Malek, The Malaysian Derivatives Market, opcit, p. 10.

سيكون عليه الأصل في السوق الحاضر في التاريخ ذاته، فسوف يأخذون مركزا قصيرا (Short Position) أي يبيعون عقودا مستقبلية.(١)

رغم إن المضارب يأخذ بالسوق لتحقيق مصالحه الخاصة، إلا أن المضارب تؤدي أغراضا أساسية في انتعاش وتطوير السوق، من تلك الأغراض :(٢)

أ- المقابلة (Counterparty) : فالمضارب يقبل خطرا معينا (شراء أصل مالي يرغب منتجا في بيعه مثلا) وبالتالي يتوفر وبصورة مستمرة هذا الطرف الآخر الذي يمكن من استمرار الأعمال بالسوق.

ب-السيولة : بتواجد المضاربين، يتمكن السوق من زيادة سيولته (حجم أعماله) وتسهل بالتالي عمليات التحوط.

ت-كفاءة السوق : تمثل عمليات التسعير بالسوق (Quotations) اتفاق الرأي بالسوق على مستوى الأسعار وتطورها.

ث-التأثير على الإنتاج : إذا كان هناك تنبؤ بحدوث عجز في الإنتاج، فإن المضاربين يشترون آجلا المنتجات مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها وهو ما يوجب الزيادة المعروضة منها عن طريق تحسين الإنتاج، وهكذا يتم تجنب العجز المتوقع.

وهناك عدة أنواع من المضاربين في سوق المستقبليات وهم :(٣)

---

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Examination Study Guide, Module 2, opcit, p. . 1-19 – 1-20.

(٢) قرياقص، أسواق المال، مرجع سابق، ص. ٧١-٧٢.

(3) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Examination Study Guide, Module 2, opcit, p. 1-20, refer also to Steven Lai, Futures and Options, Capital Market Workshop : The Malaysian Derivatives Market, 26-28 February 2002, Conference Hall of Securities Commission and refer also to Ismail, Futures, opcit, p. 22.

أ- الشواى (Scalper)

إن الشواى (Scalper) هو الذي يتداول لتحقيق الأرباح الصغيرة أو الخسارة الصغيرة بعد تعرّضها للتقلبات الأدنى في السعر لحجم العقد الكبير. وهو يشتري ويبيع في أوقات قصيرة جدا ويندر أن يبقي على مركزه لليوم التالي.

ب- المضاربون اليوميون (Day Traders)

أنهم يتداولون بالعقود في الفترة التي لا تتعدى يوم واحد مع حجم العقد الصغير.

ت- مضاربو المراكز (Position Traders)

هؤلاء المضاربون يحتفظون بمراكز قد تستمر إلى عدة أيام أو أسابيع أو ربما أكثر من ذلك ويقفلون مراكزهم إذا تحرك السعر إيجابيا.

٣) والمستثمرون الراغبون في المراجحة (Arbitrageurs)

إن المراجحة هي شراء عملات أو أصول مالية في سوق وبيع نفس الكمية في سوق أخرى في نفس الوقت لتحقيق الربح. وذلك للاستفادة من النسب والأسعار والحالة المختلفة بين الأسواق.(١)

الفرع الثاني : بيت المقاصة (Clearing House)

إن بورصة المشتقات لها بيت لتسوية الصفقات وهو بيت المقاصة المستقل عن البورصة. يتألف من أعضاء السوق وتقع عليه مسؤولية ضمان تنفيذ الصفقة المتداولة. جوهريا، إن بيت المقاصة يلعب دورا كالمقابلة (Counterparty) لكل عقد متداول بافتراض

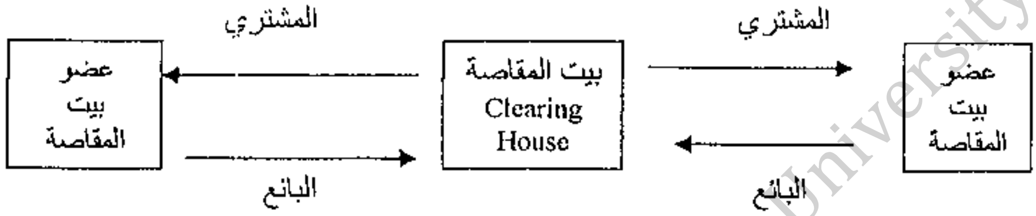
(1). The KLSE Composite Index Futures Contract, Media Article 1 from http://www.mdex.com.my, and this website was visited on 14th December 2005.

دور البائع بالنسبة للمشتري الأصلي ودور المشتري بالنسبة للبائع الأصلي. هذا يعني أن بيت المقاصة يقدم الضمان الكافي لتنفيذ كل عقد أبرم. ولا يقتصر نشاط بيت المقاصة على ذلك، بل يؤدي دورا مباشرا لتيسير التعامل على العقود بيعا وشراء دون الالتزام بالانتظار لتنفيذ العقد في التاريخ المحدد للتسليم. فلو أن المشتري الأول أي المشتري الأصلي قام ببيع العقد، ثم قام المشتري الثاني بإعادة بيعه، وقام المشتري الثالث بإعادة بيعه مرة أخرى، فإنه يصبح لزاما على بيت المقاصة أن يتابع حركة العقد خطوة بخطوة. وهذه العملية تسمح للبائع الأصلي والمشتري الأصلي بقلب أو إقفال مركزه بدون تأثير على الطرف الأصلي في التداول. وهذا الدور يوضح في الشكل التالي :(١)

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Regulations, Module 1, Examination Study Guide, opcit, p. 1-16, Refer also to **http://www.mdex.com.my**.

الشكل رقم (١١) :

دور بيت المقاصة



المصدر : هيئة الأوراق المالية الماليزية

إن بيت المقاصة للبورصة الماليزية للمشتقات المحدودة يسمى بالبورصة الماليزية المقاصة للمشتقات المحدودة (Bursa Malaysia Derivatives Clearing Berhad). وهي أسست في ديسمبر/كانون الأول ١٩٩٥ لتنفيذ عملية المقاصة لعقود المستقبليات لمؤشر الأسهم. وفي مايو/مايس ١٩٩٦ بدأ تنفيذ عملية المقاصة لعقود المستقبليات لسعر الفائدة. وفي نوفمبر/تشرين الثاني ١٩٩٧، دمجت ببيت المقاصة لعقود المستقبليات للسلع، الذي يسمى بشركة المقاصة للمستقبليات الماليزية (Malaysian Futures Clearing Corporation Bhd-MFCC). والآن، أصبحت البورصة الماليزية المقاصة للمشتقات مسؤولة عن تنفيذ عملية المقاصة للأدوات المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة.[١]

وفي ١١ نوفمبر/تشرين الثاني ٢٠٠٢، أكملت البورصة الماليزية المقاصة للأوراق المالية الخاصة المحدودة (Bursa Malaysia Securities Clearing Sdn. Bhd) استملاك البورصة الماليزية المقاصة للمشتقات، ولذلك أصبحت البورصة الماليزية المقاصة للمشتقات شركة تابعة مملوكة كاملة للبورصة الماليزية المقاصة للأوراق المالية.[٢]

---

(١) Http://www.mdex.com.my، تاريخ زيارة هذه الموقع ١٤ ديسمبر/كانون الأول ٢٠٠٥.
(٢) المرجع السابق.

ويمكن أن نلاحظ وظائف بيت المقاصة كالتالي :(١)

١) يزود مركز المقاصة، لذلك يضمن بأن كل الأعضاء ينجزون التزاماتهم.
٢) يلعب دور كبنك مركزي لكل أعضاء البورصة بانسجام لكل المتعاملين في البورصة مع بعض.
٣) يحدد مستويات الهامش ويعالج الحركات في متطلب الهامش.
٤) مسؤول عن ضمان تنفيذ العقد ، وبذلك يضمن التعاملات. إن أعضاء بيت المقاصة فقط لهم الحق في التعامل مع بيت المقاصة مباشرة وغير الأعضاء يجب أن يتعاملوا مع أعضاء بيت المقاصة لتصفية عقودهم.

يبين الجدول التالي حجم العقود الذي تم تسديدها من خلال بيت البورصة الماليزية المقاصة للمشتقات المحدودة.

---

(1) The KLSE Composite Index Futures Contract, Media Article 1 from http://www.mdex.com.my and refer also to Zahari, The Malaysian Derivatives Market, opcit, slide no. 12.

الجدول رقم (١٧) :

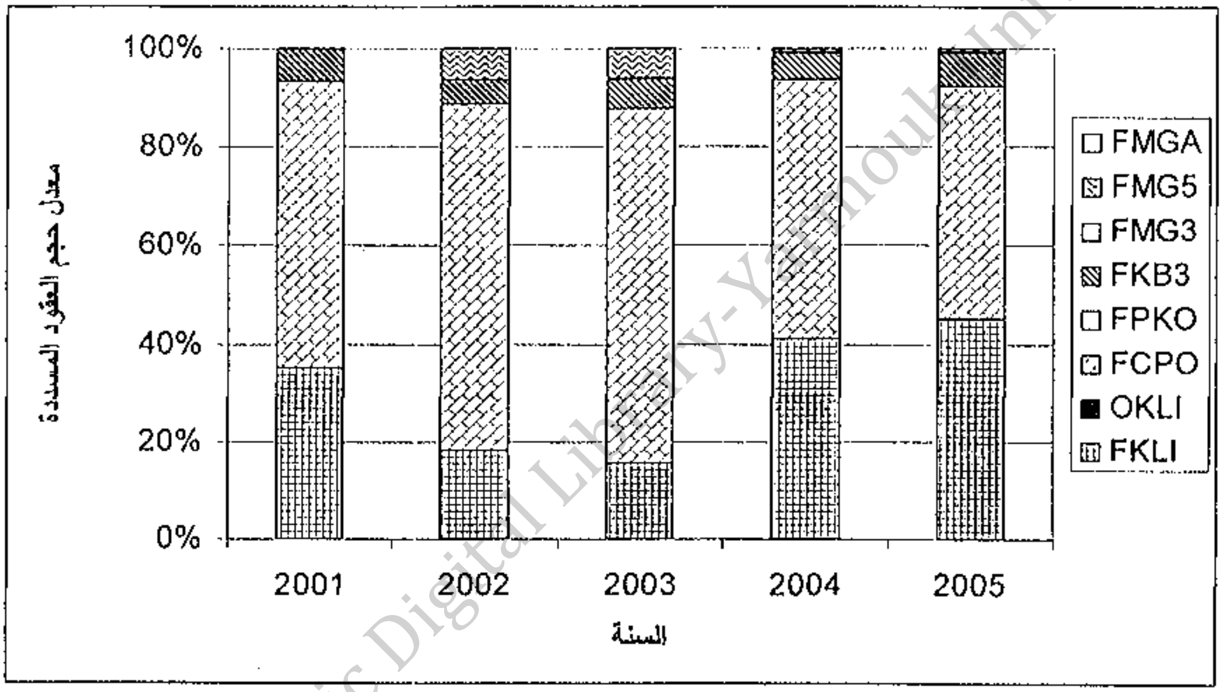
حجم العقود الذي تم تسديدها من خلال البورصة الماليزية المقاصة للمشتقات المحدودة من الفترة الزمنية ٢٠٠١ ـ ٢٠٠٥

نوع العقود	٢٠٠١	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥
عقود المستقبليات لمؤشر كوالا لمبور المركب (FKLI)	٢٨٧،٥٢٨	٢٣٣،٨٦٣	٣٣١،٢١٨	١،٠٨٨،٤١٩	١،١١١،٥٧٥
عقود الخيارات لمؤشر كوالا لمبور المركب (OKLI)	٥٦٤	١	٠	٠	٠
عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام (FCPO)	٤٧٧،٣٧٢	٩٠٩،٠٩٥	١،٤٢٩،٩٦٧	١،٣٢٨،٣٠٤	١،١٥٨،٥١٠
عقود المستقبليات لنواة زيت النخيل الخام (FPKO)	-	-	-	٤٤٩	٠
عقود المستقبليات لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالا لمبور لمدة ثلاثة شهور (FKB3)	٥٤،٩٢٩	٦٤،٣٠٧	١١٩،٦٥٩	١٤١،٩٦٩	١٦٢،٥٩٢
عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاثة سنوات (FMG3)	-	-	٧٨١	٤،٣٢٧	٩،٨٥٣
عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس شهور (FMG5)	-	٨٠،٤١٩	١١٨،٦٣٥	١٩،٤٩٤	١٧،٢١٥
عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة عشر سنوات (FMGA)	-	-	١١	٠	١٠٠
الحجم الكلي	**٨٢٠،٣٩٣**	**١،٢٨٧،٦٨٥**	**٢،٠٠٠،٢٧١**	**٢،٦٣٢،٩٦٢**	**٢،٤٥٩،٨٤٥**

المصدر : التقرير السنوي للبورصة الماليزية لعام ٢٠٠٥، ص. ٤٦.

الشكل رقم (١٢) :

حجم العقود الذي تم تسديدها من خلال البورصة الماليزية المقاصة للمشتقات المحدودة من الفترة الزمنية ٢٠٠١ - ٢٠٠٥



المصدر : التقرير السنوي للبورصة الماليزية لعام ٢٠٠٥، ص. ٤٧، أما نسب معدل حجم العقود المسددة في هذه البورصة فقد تم احتسابه من قبل الباحثة.

يبين الجدول والشكل السابق، سجلت الزيادة في حجم العقود الذي تم تسديدها في سنة ٢٠٠٢ بسبب الزيادة القوية في نشاط عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام وانطلاق بورصة العقود الجديدة وهي عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات.[١] واستمرت الزيادة في حجم العقود المسددة من خلال هذه البورصة في

(١) التقرير السنوي للبورصة الماليزية لعام ٢٠٠٢ (Bursa Malaysia Annual Report 2002)، ص. ٨٦.

سنة ٢٠٠٣ وسنة ٢٠٠٤ وسببها أيضا الزيادة في نشاط عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام وعقود المستقبليات لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالا لمبور لمدة ثلاث شهور.[١] ولكن الحجم الكلي للعقود المسددة في سنة ٢٠٠٥ انخفض ٧% مقارنة بسنة ٢٠٠٤ بسبب انخفاض حجم العقود المسددة من عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام. وشهدنا نموا ثابتا في عقود المستقبليات لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالا لمبور لمدة ثلاثة شهور من السنة السابقة بسبب حركات سعر الفائدة القوية التي تمثل الزيادة ١٤% في حجم العقود المتداولة.[٢]

الفرع الثالث : الوسطاء (Intermediaries) في عقود المستقبليات

إن الوسطاء هم الذين يتداولون أو يقدمون النصيحة التي تتعلق بالتداول إلى المستثمرين. وهم الوسطاء بين البورصة والمستثمرين. وينقسم الوسطاء لعقود المستقبليات إلى:[٣]

١) المستشار في تداول المستقبليات (Futures Trading Adviser)

يؤدي المسسار الدور كمستشار للمستثمرين في التداول بعقود المستقبليات. وهو المسؤول أيضا في إدارة الأموال على قاعدة اختيارية في عقود المستقبليات. ويمكن أن يكون هذا المستشار إما شركة أو أفراد. إذا كان المستشار هو شركة فإن الشخص الذي

---

(١) التقرير السنوي للبورصة الماليزية لعام ٢٠٠٣ (Bursa Malaysia Annual Report 2003) ، ص. ٨٨ و التقرير السنوي للبورصة الماليزية لعام ٢٠٠٤(Bursa Malaysia Annual Report 2004) ، ص. ٢٧.
(٢) التقرير السنوي للبورصة الماليزية لعام ٢٠٠٥ (Bursa Malaysia Annual Report 2005)، ص. ٤٧.
(3) The KLSE Composite Index Futures Contract, Media Article 1 from http://www.mdex.com.my, refer also to K. Sree Kumar, Trading In The Derivatives Market, SIDC Train-the-Trainer Workshop : Business Rules of Malaysia Derivatives Exchange Bhd. (MDEX), 16-17 July 2001, p. 6-8.

يتعامل مع العميل مباشرة هو ممثل المستشار (Futures Trading Adviser Representative) . إن الفرق الرئيسي بين المستشار في تداول المستقبليات (Futures Trading Adviser) وسمسار عقود المستقبليات (Futures Broker) هو، أنه لا يمكن للمستشار أن يتعامل في عقود المستقبليات كسمسار وهو ليس عضو مباشر للبورصة، إنه يلعب دوراً استشاريا للعملاء الذين يهتمون بالمشاركة في أسواق الخيارات والمستقبليات. ويجب على المستشار وممثل المستشار أن يحصلا على الترخيص تحت قانون صناعة المستقبليات لعام ١٩٩٣ (Futures Industry Act 1993).(١)

٢) مدير الصندوق لعقود المستقبليات (Futures Fund Manager)

إن مدير الصندوق للمستقبليات يشير إلى الشخص أو الأشخاص الذين يجرون عمل إدارة الصندوق للمستقبليات. وهو يختص في إدارة الصندوق في عقود المستقبليات والخيارات. إن الموظف الذي يعمل مع مدير الصندوق للمستقبليات يسمى بممثل مدير الصندوق (Fund Manager Representative). يجب على مدير الصندوق وممثله أن يحصلا على الترخيص تحت قانون صناعة المستقبليات لعام ١٩٩٣.(٢)

٣) سمسار عقود المستقبليات وممثله (Futures Broker and Futures Broker's Representative)

وهما أيضا أعضاء البورصة وسنناقش هذا في موضوع أعضاء البورصة.

والخلاصة، يوجد ٦ أصناف من الوسطاء المعترف بهم في قانون صناعة المستقبليات لعام ١٩٩٣ :

---

(1) The KLSE Composite Index Futures Contract, Media Article 1 from http://www.mdex.com.my, refer also to K. Sree Kumar, Trading In The Derivatives Market, opcit, p. 6-8.

(٢) المرجع السابق.

١) سمسار المستقبليات (Futures Broker)

٢) ممثل سمسار المستقبليات (Futures Broker's Representative)

٣) مدير الصندوق لعقود المستقبليات (Futures Fund Manager)

٤) ممثل مدير الصندوق لعقود المستقبليات (Futures Fund Manager's Representative)

٥) المستشار في تداول المستقبليات (Futures Trading Adviser)

٦) ممثل المستشار في تداول المستقبليات (Futures Trading Adviser's Representative)

ومن المهم أن نلاحظ، في قانون صناعة المستقبليات لعام ١٩٩٣، إن تعريف عقود المستقبليات يشير إلى المستقبليات والخيارات. لذلك، إن الوسطاء كما ذكرنا سابقا هم أيضا الوسطاء لعقود الخيارات.(١)

الفرع الرابع : أعضاء البورصة

ينقسم أعضاء البورصة إلى : (٢)

١) أعضاء التداول (Trading Participants)

لا سبيل للمستثمرين للتعامل في سوق المستقبليات إلا من خلال أعضاء التداول ويتكون الأعضاء من شركات السمسرة. وفي ماليزيا، إن السمسار لعقود المستقبليات يجب أن تكون الشركة قد دمجت تحت قانون الشركات لعام ١٩٦٥ (Companies Act 1965) ومرخص تحت قانون صناعة المستقبليات لعام ١٩٩٣ (Futures Industry Act 1993). إن

---

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Regulations, Module I, Examination Study Guide, opcit, p. 1-20.

(٢) Http://www.mdex.com.my ، تاريخ زيارة هذا الموقع ١٤ ديسمبر/كانون الأول ٢٠٠٥ وانظر أيضا : Manoj Devadasan, Overview of MDEX Business Rules, Capital Market Workshop : The Malaysian Derivatives Market, 26-28 February 2002, Conference Hall of Securities Commission, p. 4.

السمسار مسؤول عن التصرف في عقود المستقبليات ويلعب الدور الوسيط بين العملاء والبورصة ولذا يتاجر نيابة عن العملاء. إن الوظائف الأساسية للسمسار هي :

١) تنفيذ أوامر العملاء ببيع وشراء الأوراق المالية مقابل عمولة تحددها لوائح البورصة.
٢) تقديم المشورة والنصيحة لعميله عن السوق، وعن التعامل في أوراق مالية بعينها، وعن موقف أي منها في الحاضر واتجاهها في المستقبل، كتطور الأسعار وتقلباتها.
٣) جمع الهوامش من العملاء.
٤) تزويد سجلات المحاسبة الأساسية

وبالإضافة إلى هذه الوظائف الأساسية، إن سماسرة عقود المستقبليات يضمنون بأن تتم تصفية طلب عملائهم من خلال بيت المقاصة. وهذا السمسار له حق التعامل مع بيت المقاصة بعد أن يكون عضو بيت المقاصة للمشتقات أو له ترتيب المقاصة مع عضو بيت المقاصة. إن السمسار الذي يتعامل مع العميل في عقود المستقبليات مباشرة هو ممثل السمسار لعقود المستقبليات (Futures Broker Representative) وهو يتعامل نيابة عن سمسار عقود المستقبليات. وهذا الممثل يجب أن يحصل على الرخصة من هيئة الأوراق المالية قبل أن يتم التداول في سوق المستقبليات.[١]

٢) أعضاء محليين (Local Participants)

يتعامل هؤلاء الأعضاء لحسابهم ولا يُسمح لهؤلاء الأعضاء بالتداول نيابة عن العملاء. ولا يُتطلب من هؤلاء الأعضاء أن يكونوا أعضاء مرخصين تحت قانون

(1) The KLSE Composite Index Futures Contract, Media Article 1 from http://www.mdex.com.my

صناعة المستقبليات لعام ١٩٩٣ لأنهم لا ُيعتبرون كالوسطاء في البورصة ولكنهم يجب أن يسجلوا أنفسهم بالبورصة لكى يستطيعوا أن يتعاملوا بها.

٣) أعضاء منتسبين (Associate Participants)

يجب أن يكون الأعضاء المنتسبين من المؤسسات التى لا تتكون من شركة السمسرة التي تختص في تداول عقود المستقبليات في ماليزيا ولا يمتلكون أي أسهم ممتازة. ويعطى لهذه المؤسسات الاختيار في أن يكون أعضاء المقاصة (Clearing Participants). ويجب على الأعضاء المنتسبين أن يعينوا عضو التداول (Trading Participant) الذي سيتعامل نيابة عنهم.

٤) حملة رخصة التداول (Trading Permit Holders)

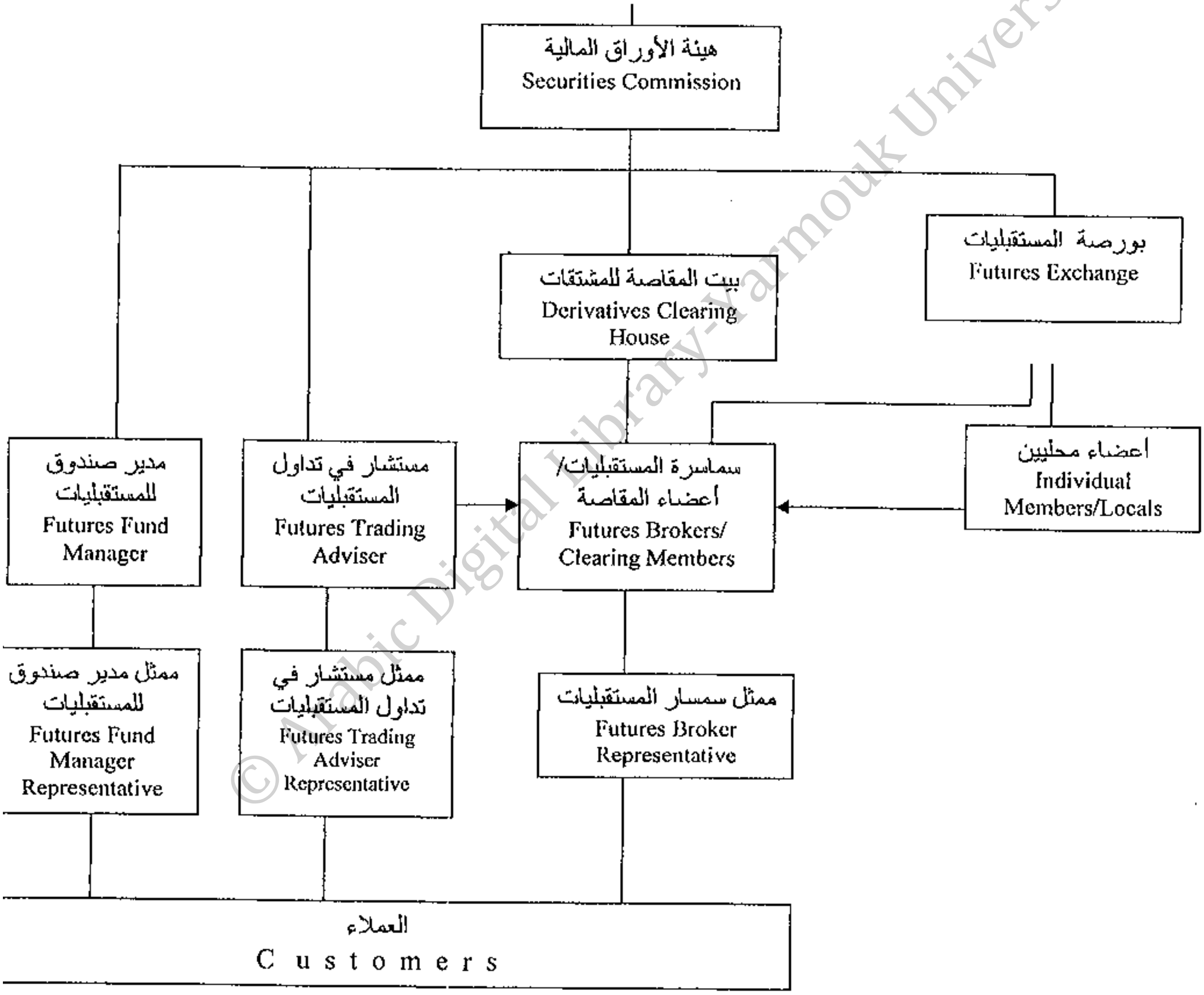
تصدر رخصة التداول إلى الأفراد وتعطيهم الحقوق في التداول في البورصة لفترة زمنية معينة. ولا يسمح لحملة هذه الرخصة أن يحولوا حقوقهم هذه إلى شخص آخر.

٥) صانع السوق (Market Maker)

إن صانع السوق هو فرد أو مؤسسة توافق البورصة على أن يقوم بدور تقديم عطاء بالأسعار عند الطلب (في المزايدة) فيما يتعلق بالعقود وله دور مهم في المحافظة على توازن العرض والطلب في السوق.

إن الشكل التالي يبين أعضاء البورصة كما ناقشنا سابقا.

الشكل رقم (١٣) :
هيكل أعضاء البورصة



المصدر : http://www.mdex.com.my

المطلب الثاني : إجراءات التعامل في عقود المستقبليات

كما ذكرنا سابقا، أنه لا سبيل للمستثمرين للتعامل في سوق المستقبليات إلا من خلال شركة السمسرة التي تختص بتداول المستقبليات. ويلتزم كل مستثمر يتعامل في عقود المستقبليات بفتح حساب مع شركة السمسرة التي يتعامل معها. قبل إبرام عقد من العقود، ويجب على المستثمر إيداع النقود أو الضمان الإضافي المقبول (Acceptable Collateral) مع السمسرة في حساب هامش المستقبليات (Futures Margin Account) لضمان تنفيذ العقود. ويسمى هذا بالهامش المبدئي. ويمكن أن يكون الهامش من نقود أو خطاب ضمان كما تحدده البورصة وبيت المقاصة.(١) في ٢٨ يناير/كانون الثاني ٢٠٠٥، تقبل البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة الأسهم كالضمان الإضافي للهامش (Margin Collateral) للتداول في أدوات المشتقات.(٢)

بعد ذلك، إن الأرباح والخسائر التي تضيف أو تطرح يوميا من حساب العميل مستند إلى سعر الإقفال عند انتهاء جلسة التعامل في ذلك اليوم باستخدام نظام "mark-to-market" يسمى بهامش التغير (Variation Margin). وبعد إيداع الهامش المبدئي ويبدأ التداول، يجب على المستثمر أن يبقي رصيد الهامش الأدنى (Minimum Margin Balance) أو يبقي الهامش في الحساب. إذا كان الرصيد يقل عن الهامش المبدئي، يطالب السمسار بإيداع المزيد إلى الرصيد (Margin Call). إذا كان المستثمر لا يستطيع إيداع المزيد إلى حساب الهامش، على السمسار أن يصفي مركزه أو يقفل عقده.(٣) وسيعود هذا الهامش إلى المستثمر إذا

(1) http://www.ta.com.my , this website was visited on 21 March 2006.
(2) Capital. My, A Quarterly Newsletter of the Securities Commission of Malaysia April 2005, p. 12, refer also http://www.mdex.com.my this website was visited on 21st March 2006.

(٣) http://www.ta.com.my وتاريخ زيارة هذا الموقع ٢١ مارس/ آذار ٢٠٠٦.

كان الهامش لا يستعمل بعد تنفيذ العقد ويمكن للمستثمر أن يسحب أي رصيد من حساب الهامش إذا يوجد هناك زيادة في الهامش المبدئي.(١)

* أوقات التداول

توجد جلستان للتداول في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة. الجلسة الأولى في الصباح والثانية في المساء. إن الجلسة الأولى والثانية ستكون منفصلة بوقت الاستراحة تقريبا ساعة وخمسة عشر دقيقة. هناك أربعة مستويات التداول وهي :

١) وقت قبل التداول (Pre-Trading)

٢) وقت قبل الافتتاح (Pre-Opening)

٣) وقت التداول (Trading)

٤) وقت بعد التداول (Post- Trading)

إن وقت قبل التداول وقبل الافتتاح هما بداية الوقت للتداول حيث يمكن للمتاجر الاستعلام عن التداول أو الدخول في التداول، أو تغير أو حذف الأوامر، ويقدم عطاء بالأسعار (quotes) استعدادا للتداول. تنسجم الطلبات مع الأسعار عند وقت التداول الرئيسي وتؤكد الصفقات على الإنترنت فورا. ينتهي التداول في فترة ما بعد التداول (post-trading period) حيث يمكن للمتاجر الاستعلام وإدخال الطلبات والتسعير للتداول في اليوم التالي. يختلف وقت التداول من عقد إلى آخر ويبين الجدول التالي وقت التداول في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة :(٢)

---

(1) Kamali, Mohammad Hashim, Islamic Commercial Law, Islamic Texts Society, Cambridge, 2000, p. 9, and look also Nik Jaafar, Nik Mohamad Ruslin, Pasaran Derivatif : Tumpuan kepada Pasaran Hadapan Komoditi Minyak Sawit Mentah, Seminar Pakar Syariah Ketiga, Anjuran bersama SC dan Jakim, Pan Pacific Legacy, Melaka, Malaysia, 30 Oktober 1998, p. 7.

(٢) http://www.mdex.com.my وتاريخ زيارة هذا الموقع ٢٢ مارس/ آذار ٢٠٠٦.

الجدول رقم (١٨) :

أوقات التداول في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة

فترة التداول	وقت التداول					
	عقود المستقبليات لمؤشر الأسهم المركب	عقود الخيارات لمؤشر الأسهم المركب	عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام	عقود المستقبليات لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالا لمبور لمدة ثلاثة شهور	عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ١٠،٥،٣ سنوات	عقود المستقبليات لزيت لنواة النخيل الخام
وقت قبل التداول	٨,١٥- ٨,٣٥ صباحا	٨,١٥- ٨,٣٥ صباحا	١٠,٠٠- ١٠,٢٠ صباحا	٨,٣٠- ٨,٥٠ صباحا	٨,٣٠- ٨,٥٠ صباحا	١٠,٠٠- ١٠,٢٠ صباحا
وقت قبل الافتتاح	٨,٣٥- ٨,٤٥ صباحا	٨,٣٥- ٨,٤٥ صباحا	١٠,٢٠- ١٠,٣٠ صباحا	٨,٥٠- ٩,٠٠ صباحا	٨,٥٠- ٩,٠٠ صباحا	١٠,٢٠- ١٠,٣٠ صباحا
وقت التداول	٨,٤٥- ١٢,٤٥ نهارا	٨,٤٥- ١٢,٤٥ نهارا	١٠,٣٠- ١٢,٣٠ نهارا	٩,٠٠- ١٢,٣٠ نهارا	٩,٠٠- ١٢,٣٠ نهارا	١٠,٣٠- ١٢,٣٠ صباحا
وقت الانتهاء	١٢,٤٥ نهارا	١٢,٤٥ نهارا	١٢,٣٠ نهارا	١٢,٣٠ نهارا	١٢,٣٠ نهارا	١٢,٣٠ نهارا
وقت الاستراحة						
وقت قبل الافتتاح	٢,٠٠- ٢,٣٠ مساء	٢,٠٠- ٢,٣٠ مساء	٢,٣٠- ٣,٠٠ مساء	٢,٠٠- ٢,٣٠ مساء	٢,٠٠- ٢,٣٠ مساء	٢,٣٠-٣,٠٠ مساء
وقت التداول	٢,٣٠- ٥,١٥ مساء	٢,٣٠- ٥,١٥ مساء	٣,٠٠- ٦,٠٠ مساء	٢,٣٠- ٥,٠٠ مساء	٢,٣٠- ٥,٠٠ مساء	٣,٠٠-٦,٠٥ مساء
وقت بعد التداول الكامل	٥,١٥- ٦,٠٠ مساء	٥,١٥- ٦,٠٠ مساء	٦,٠٠- ٦,٤٥ مساء	٥,٠٠- ٥,٤٥ مساء	٥,٠٠- ٥,٤٥ مساء	٦,٠٥-٦,٥٠ مساء
وقت بعد التداول المقيد	٦,٠٠- ٦,١٥ مساء	٦,٠٠- ٦,١٥ مساء	٦,٤٥- ٧,٠٠ مساء	٥,٤٥- ٦,٠٠ مساء	٥,٤٥- ٦,٠٠ مساء	٦,٥٠-٧,٠٠ مساء

المصدر : http://www.mdex.com.my

المبحث الثالث : الإستراتيجيات في التداول بعقود المستقبليات

لتوضيح الإستراتيجيات في التداول بعقود المستقبليات، نأخذ عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام كالمثال. سيتم تغطية هذا المبحث من خلال المطالب التالية.

المطلب الأول : الإستراتيجية في استخدام عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام للتحوط

يمكن أن ننظر إلى الطريق الذي يعمل به التحوط من المثال التالي. نأخذ المثال، البيع للتحوط (Selling Hedge) (قام به منتج (producer)) والشراء للتحوط (Buying Hedge) (قام به مُصفي (Refiner)).(١)

١) البيع للتحوط (Selling Hedge)

نفترض في فبراير/شباط , إن منتج زيت النخيل يتوقع بأن سيكون عنده ٢٥٠ طن متري من زيت النخيل الخام جاهز للبيع خلال شهرين (أبريل/نيسان). ويريد المنتج تحديد السعر لمُنتَجه وبذلك يؤدي إلى الاستقرار المالي في تجارته. ويقوم بتحليل الأسعار الفورية والمستقبلية لزيت النخيل الخام ودائما يستشر السمسار. إن السعر الحالي لزيت النخيل الخام في المزاد هو ١٢٦٠ رينجيت ماليزي (RM 1260) لكل طن متري، بينما سعر زيت النخيل الخام في أبريل/نيسان يتاجر حاليا في ١٢٧٥ رينجيت ماليزي (RM 1275).

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Module 2, Examination Study Guide, opcit, p. 2-8 – 2-10 and refer also to Ismail, Futures, opcit, p. 8.

ويتوقع المنتج بأن السعر النقدي لزيت النخيل الخام سينخفض بين فبراير/شباط وأبريل/نيسان. لذلك، للتحوط من انخفاض السعر، يبرم المنتج عقود المستقبليات في بيع زيت النخيل الخام في المستقبل. ويسمى هذا بالتحوط القصير (Short Hedge) لحماية المنتج من انخفاض السعر.

ويحتاج المنتج ١٠ عقود لأن كل عقد زيت النخيل الخام يغطي ٢٥ طن متري (٢٥٠ طن متري ÷ ٢٥ = ١٠). لذلك في فبراير/شباط، يأمر المنتج السمسار في بيع ١٠ عقود من عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام لشهر أبريل/نيسان في السعر الحالي ١٢٧٥ رينجيت ماليزي (RM1275). ونفترض في أبريل/نيسان بأن سعر زيت النخيل الخام في السوق النقدي ينخفض إلى ١٢٥٥ رينجيت ماليزي (RM 1255) وتتاجر عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام لشهر أبريل/نيسان أيضا في ١٢٥٥ رينجيت ماليزي. لذلك نلاحظ بأن السعر النقدي والسعر المستقبلي لزيت النخيل الخام يميل إلى نقطة التقارب (Converge). وبعد ذلك، يبيع المنتج زيت النخيل الخام في السوق النقدي وفي نفس الوقت يقفل مركزه بإعادة شراء ١٠ عقود في سعر ١٢٥٥ رينجيت ماليزي (RM 1255). ويجب على المنتج أن يدفع الهوامش لكي يتم التداول بعقود المستقبليات. ويمكن أن نلاحظ عملية التحوط في الجدول التالي :

الجدول رقم (١٩) :

عملية البيع للتحوط في عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام

السوق النقدي	سوق المستقبليات
فبراير/شباط يتوقع المنتج أن يكون عنده عقد في بيع ٢٥٠ طن متري من زيت النخيل الخام في أبريل/نيسان حاليا، سعر المزاد هو ١٢٦٠ رينجيت ماليزي (RM 1260) لكل طن متري.	فبراير/شباط يبيع المنتج ١٠ عقود من عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام لشهر أبريل/نيسان في السعر ١٢٧٥ رينجيت ماليزي (RM 1275). القيمة الأصيلة الكلية لعقود المستقبليات : ١٠ x ٢٥ x ١٢٧٥ = ٣١٨،٧٥٠ رينجيت ماليزي (RM 318,750).
أبريل/نيسان يبيع المنتج ٢٥٠ طن متري من زيت النخيل الخام في سوق المزاد في سعر ١٢٥٥ رينجيت ماليزي (RM 1255) لكل طن متري. قيمة زيت النخيل الخام: ٢٥٠ x ١٢٥٥ = ٣١٣،٧٥٠ رينجيت ماليزي (RM 313,750). زائد الربح في عقود المستقبليات: ٣١٣،٧٥٠ رينجيت ماليزي + ٥٠٠٠ رينجيت ماليزي = ٣١٨،٧٥٠ رينجيت ماليزي (RM 318,750)	أبريل/نيسان يشتري المنتج ١٠ عقود من عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام لشهر أبريل/نيسان في السعر ١،٢٥٥ رينجيت ماليزي (RM 1255). القيمة الأصيلة الكلية لعقود المستقبليات : ١٠x ٢٥ x ١٢٥٥ = ٣١٣،٧٥٠ رينجيت ماليزي (RM 313,750) . الربح من عقود المستقبليات: ٣١٨،٧٥٠ _ ٣١٣،٧٥٠ = ٥،٠٠٠ رينجيت ماليزي (RM 5000).

	السعر الفعّال لكل طن متري : ٣١٨،٧٥٠ ÷ ٢٥٠ = ١،٢٧٥ رينجيت ماليزي (RM 1275)

المصدر : هيئة الأوراق المالية الماليزية

* إن السعر ٣١٣،٧٥٠ رينجيت ماليزي (RM 313,750) الذي يحصل عليه في السوق النقدي (١،٢٥٥ رينجيت ماليزي (RM 1255) لكل طن متري) زائدا ٥،٠٠٠ رينجيت ماليزي (RM 5000) كالربح لعقود المستقبليات (٢٠ رينجيت ماليزي (RM 20) لكل طن متري)، يعطي العائد الكلي ٣١٨،٧٥٠ رينجيت ماليزي (RM 318,750) (أو ١،٢٧٥ رينجيت ماليزي (RM 1275) لكل طن متري) وهذا يساوي السعر الأصلي لعقود المستقبليات. وهذا يدل على أن المنتج يخسر في السوق النقدي (من ١،٢٦٠ رينجيت ماليزي (RM 1260) في فبراير/شباط إلى ١،٢٥٥ رينجيت ماليزي (RM 1255) في أبريل/نيسان = ٥ رينجيت ماليزي (RM 5))، ولكن المنتج يحصل على الربح من عملية الموازنة (offsetting) لأنه يبيع في السعر ١،٢٧٥ رينجيت ماليزي (RM 1275) ويشتري في السعر ١،٢٥٥ رينجيت ماليزي (RM 1255) = ٢٠ رينجيت ماليزي (RM 20) (الربح).

٢) الشراء للتحوط (Buying Hedge)

كما استخدم منتج زيت النخيل الخام عقود المستقبليات لحمايته من انخفاض السعر، يمكن أيضا للمتحوط (Hedger) الذي يريد شراء زيت النخيل الخام استخدام هذه العقود للتحوط من تقلبات سعر زيت النخيل الخام. يمكن لمصفي زيت النخيل الخام (Crude Palm Oil Refiner) إبرام عقود المستقبليات في الحماية من ارتفاع سعر زيت النخيل الخام بشراء عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام، لذلك يمكنه تحديد السعر لزبائنه. نفترض

أن المصفى يستلم طلبا لحجم كبير من زيت النخيل المصفى حيث يحتاج إلى ١٠٠٠ طن متري من زيت النخيل الخام. الآن هو شهر مايو/مايس وسيقدم الطلب فى شهر أغسطس/آب.

ويعلم المصفي بأن سعر زيت النخيل الخام لشهر أغسطس/آب هو ١،٢٧٤ رينجيت ماليزي (RM 1,274) والسعر النقدي الحالي هو ١،٢٧٠ رينجيت ماليزي (RM 1,270) وهو أقل من السعر المستقبلي. ولكن في هذا الوقت، لا يكون عنده الموارد المالية لشراء زيت النخيل الخام في السوق النقدي. وباستخدام عقود المستقبليات، يمكن للمصفي إقفال سعر الشراء (lock the buying price) في ١،٢٧٤ رينجيت ماليزي (RM 1,274) بعد دفع الهامش المبدئي (Initial Margin) في الحماية من ارتفاع السعر في السوق النقدي.

هذا هو التحوط التوقعي (Anticipatory Hedge). ويستخدم المصفي عقود المستقبليات في استبدال الشراء التوقعي لزيت النخيل الخام بشراء عقود المستقبليات في الوقت الحالي. ويحتاج إلى ١٠٠٠ طن متري من زيت النخيل الخام ولذلك يأمر السمسار بشراء ٤٠ عقد المستقبليات لزيت النخيل الخام (١٠٠٠ ÷ ٢٥ طن متري) في السعر الحالي ١،٢٧٤ رينجيت ماليزي (RM 1,274). وبعد ذلك، يستطيع المصفي إعطاء السعر(quote a price) إلى زبائنه بالثقة باستخدام تكلفة الإنتاج وتكلفة العمل وتكلفة زيت النخيل الخام المعروفة.

وفي أغسطس/آب يكون عنده الموارد المالية لشراء زيت النخيل الخام الواقعي الذي يحتاج إليه. إن السعر الفوري يرتفع إلى ١،٢٨٠ رينجيت ماليزي (RM 1, 280) ولذلك يشتري ١٠٠٠ طن متري في هذا السعر وفي نفس الوقت يقفل مركزه ببيع ٤٠ عقد من عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام في السعر الحالي ١،٢٨٠ رينجيت ماليزي (RM 1,280). والجدول التالي يدل على عملية التحوط في هذه العقود.

الجدول رقم (٢٠) :

عملية الشراء للتحوط في عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام

السوق النقدي	سوق المستقبليات
مايو/مايس يحتاج المصفي إلى ١٠٠٠ طن متري من زيت النخيل الخام في أغسطس/آب. حاليا، السعر النقدي هو ١،٢٧٠ رينجيت ماليزي (RM 1,270) لكل طن متري.	مايو/مايس يشتري ٤٠ عقد من عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام لشهر أغسطس/آب في السعر ١،٢٧٤ رينجيت ماليزي (RM 1,274). قيمة العقود : ٤٠× ٢٥ × ١،٢٧٤ رينجيت ماليزي = ١،٢٧٤،٠٠٠ رينجيت ماليزي (RM 1,274,000).
أغسطس/آب يشتري ١٠٠٠ طن متري من زيت النخيل الخام في السعر ١،٢٨٠ رينجيت ماليزي (RM 1,280) لكل طن متري. التكلفة : ١،٢٨٠،٠٠٠ رينجيت ماليزي (RM 1,280,000) ناقص الربح لعقود المستقبليات : ٦،٠٠٠ رينجيت ماليزي (RM 6,000) التكلفة الفعالة : ١،٢٧٤،٠٠٠ رينجيت ماليزي (RM 1,274,000) أو ١٢٧٤ رينجيت ماليزي (RM 1274) لكل طن متري.	أغسطس/آب يبيع ٤٠ عقد من عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام لشهر أغسطس/آب في السعر ١٢٨٠ رينجيت ماليزي(RM 1280) . قيمة العقود : ٤٠ × ٢٥ × ١٢٨٠ = ١،٢٨٠،٠٠٠ رينجيت ماليزي (RM 1,280,000) الربح من عقود المستقبليات: ١،٢٨٠،٠٠٠ – ١،٢٧٤،٠٠٠ = ٦،٠٠٠ رينجيت ماليزي (RM 6,000) .

المصدر : هيئة الأوراق المالية الماليزية

* يربح المصفي من عقود المستقبليات ٦ رينجيت ماليزي (RM 6) لكل طن متري الذي يطرح من السعر النقدي المدفوع في ١٢٨٠ رينجيت ماليزي (RM 1280) لكل طن متري ويعطي سعر الشراء الفعال في ١٢٧٤ رينجيت ماليزي (RM 1274) لكل طن متري. ونلاحظ أن سعر الشراء الفعال مساو للسعر الأصلي لعقود المستقبليات في مايو/ مايس.

المطلب الثاني : الإستراتيجية في استخدام عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام في المضاربة

إن المضارب يلعب دورا مهما في سوق المستقبليات بتوفير حجم التعامل والسيولة ويتحمل المخاطرة التي يحاول المتحوط اجتنابها. وفي هذه النقطة سنناقش بعض الإستراتيجيات في المضاربة عند التداول بعقود المستقبليات.[١]

١) المراكز الكلية (Outright Positions)

إن مراكز التداول في المضاربة يحلل المتاجر الحركة المحتملة لأسعار العقود المستقبلية، وهذا قد يؤدي إلى حصول الأرباح الكبيرة أو الخسائر الكبيرة، وهذا يعتمد على القرار الذي يتخذه المتاجر بشكل صحيح. كما سيوضح في الجدول التالي، إن المضاربة محفوفة بالمخاطر لأن الأسعار في سوق المستقبليات تتقلب بدرجة كبيرة مع قوة الرفعة (Leverage). وعلينا أن نتذكر بأن الرفعة هي شيء محتمل حيث يمكن أن نتداول بالعقود ذات القيمة الكبيرة بالكمية القليلة من الهوامش.

---

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, <u>Futures</u>, Module 2, Examination Study Guide, opcit, p. 2-12 – 2-13 and refer also to Ismail, <u>Futures</u>, opcit, p. 15-22 for strategies in other instruments.

* اليوم الأول

يتوقع المتاجر بأن سعر زيت النخيل الخام سوف يرتفع. إذا كان الآن هو شهر يونيو/حزيران ويشتري المتاجر ١٠ عقود مستقبليات لزيت النخيل الخام لشهر أغسطس/آب في السعر ١١٧٠ رينجيت ماليزي (RM1170). ويدفع المتاجر ١٥،٠٠٠ رينجيت ماليزي(RM 15,000) كهامش مبدئي (Initial Margin).

في ذلك اليوم، يرتفع السعر قليلا ويقفل السعر في ١١٧٢ رينجيت ماليزي (RM 1172) ويربح المتاجر ٥٠٠ رينجيت ماليزي (RM 500) (علامتان (*) (+2) × ١ رينجيت ماليزي (RM 1) لكل طن متري × ٢٥ طن متري × ١٠ عقود). ويترك المتاجر مركزه مفتوح لأنه يتوقع بأن السوق ستتحرك أعلى. والجدول التالي يدل على حركة الأسعار في عقود المستقبليات.

الجدول رقم (٢١) :

حركة الأسعار في عقود المستقبليات

تاريخ	التداول	سعر الإقفال	ربح/خسارة (علامات- Ticks)	ربح/خسارة (رينجيت ماليزي) (RM)
٣ يونيو/حزيران	شراء ١٠ عقود بـ ١،١٧٠	١،١٧٢	+٢	+٥٠٠
٤ يونيو/حزيران		١،١٦٥	-٧	-١،٧٥٠
٥ يونيو/حزيران		١،٢١٥	+٥٠	+١٢،٥٠٠
٦ يونيو/حزيران	بيع ١٠ عقود بـ ١،٢٢٧	١،٢٢٧	+١٢	+٣،٠٠٠

(*) رينجيت ماليزي ١١٧٢- رينجيت ماليزي ١١٧٠ = رينجيت ماليزي ٢ (RM 2) يؤدي إلى ارتفاع رينجيت ماليزي ٢ في السعر وهذا هو المقصود بعلامتين هنا (+2).

*اليوم الثاني

وبالعكس، في اليوم التالي تنخفض صادرات زيت النخيل الخام في ماليزيا. على الرغم من هذا، إن المتاجر يبقي مركزه مفتوحا وإذا يقفل السوق في ١،١٦٥ رينجيت ماليزي (RM 1,165) هو يدفع ١،٧٥٠ رينجيت ماليزي (RM 1,750) كهامش التغير (Variation Margin).

* اليوم الثالث

وفي هذا اليوم، يرتفع السعر إلى ١،٢١٥ رينجيت ماليزي (RM 1,215) ويقفل السوق على هذا السعر. ويستلم المتاجر ٥٠ رينجيت ماليزي (RM 50) لكل طن متري كربح التغير (*)(Variation gain) لكل عقد. ويتوقع المتاجر بأن السعر سيرتفع أعلى ولذلك يبقي مركزه مفتوح.

* اليوم الرابع

يستمر السوق في الارتفاع ولكن المتاجر يتوقع بأن السعر ممكن أن ينخفض ويتخذ القرار لحصول على الربح. لذلك يقفل مركزه ببيع ١٠ عقود مستقبليات لزيت النخيل الخام في السعر ١،٢٢٧ رينجيت ماليزي (RM 1,227) ويحصل على ١٢ علامة (12 ticks) كربح (١٢ رينجيت ماليزي (RM 12)) لكل عقد. في هذه النقطة، يعيد الهامش المبدئي (Initial Margin) إليه. والربح الذي يحصل عليه المتاجر من المضاربة كالتالي:

٥٠٠ ـ ١،٧٥٠ + ١٢،٥٠٠ +٣،٠٠٠ = ١٤،٢٥٠ رينجيت ماليزي (RM 14,250)

(*) إن ربح التغير أو خسارة التغير (variation gain/loss) هو الجملة من النقود المدفوع إلى (أو استلام من) بيت المقاصة نتيجة من الربح أو الخسارة عما يبقي المركز مفتوح في عقود المستقبليات أو الخيارات.

وبدلا عن ذلك، يمكن أن يُحْسَب الربح ببساطة كالتالي :

الربح = (سعر البيع – سعر الشراء) × ٢٥ × ١٠ عقود

= (١،٢٢٧ – ١،١١٧٠) × ٢٥ رينجيت ماليزي × ١٠

= ١٤،٢٥٠ رينجيت ماليزي (RM 14,250)

٢) تداول الانتشار (Spread Trading)

إن النوع الآخر للمضاربة هو الانتشار (Spreading). يتضمن الانتشار شراء وبيع العقود المتعلقة في نفس الوقت. إن الانتشار يقوم على أساس التوقعات في التغييرات بين عقود المستقبليات المختلفة. ومتاجر الانتشار (Spread Trader) يستغل التغييرات في الأسعار النسبية بين شهور التعاقد (Contract Months). غالبا، يعتبر انتشار التداول أقل خطر مقارنة بالمراكز الكلية (Outright Position). وينقسم الانتشار إلى قسمين:(١)

١) Intracommodity Spread

يستند على نفس عقد المستقبل ولكن شهور التسليم مختلفة حيث يتضمن المركز الطويل في العقد والمركز القصير في العقد الآخر لنفس السلعة وفي نفس البورصة. هذا النوع من الانتشار أحيانا يسمى بالانتشار الزمني (Time Spread) أو الانتشار التقويمي (Calendar Spread).

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Module 2, Examination Study Guide, opcit, p. 1-20, p. 2-13.

٢) Intercommodity Spread

حيث يتكون من المركز الطويل في العقد والمركز القصير في العقد الآخر ولكنه عقد ذو علاقة اقتصادية. فمثلا، المتاجر يمكن أن يأخذ الانتشار بين عقود المستقبليات لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالا لمبور (KLIBOR Futures) في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة وعقود المستقبليات ليورو دولار (Eurodollar Futures) في بورصة شيكاغو (Chicago Mercantile Exchange).

وإستراتيجية المضاربة بواسطة الانتشار كما يلي : (١)

فرضا في مارس/آذار، إن عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام لشهر أبريل/نيسان متاجرة في ١،٢٥٥ رينجيت ماليزي (RM 1,255) بينما عقد لشهر مايو/مايس متاجر في ١،١٠٠ رينجيت ماليزي (RM 1,100). إن المتاجر يعتقد بأن العرض (Supply) سيزيد في السوق قبل تاريخ انتهاء العقد لشهر أبريل/نيسان، وهذا يؤدي إلى انخفاض السعر لشهر أبريل/نيسان مقارنة بشهر مايو/مايس. إذا كانت هذه الحالة صحيحة، إن المتاجر يمكن أن يحصل على الربح من هذه الحالة ببيع العقد لشهر أبريل/نيسان في ١،٢٥٥ رينجيت ماليزي (RM 1,255) وشراء العقد لشهر مايو/مايس في ١،١٠٠ رينجيت ماليزي (RM 1,100) والانتشار هو ١٥٥ علامة (155 ticks).

ونفترض، بين مارس/آذار وأبريل/نيسان ، ينخفض سعر عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام ولذلك ينخفض سعر العقد لشهر أبريل/نيسان إلى ١،١٤٠ رينجيت ماليزي (RM 1,140) وينخفض سعر العقد لشهر مايو/ مايس إلى ١،٠٧٠ رينجيت ماليزي (RM 1,070). ويبين الجدول التالي النتيجة من هذه الحالة. عموما، يحصل المتاجر على الربح الصافي ٨٥ نقطة (85 points) أو ٢،١٢٥ رينجيت ماليزي (RM 2,125).

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Module 2, Examination Study Guide, opcit, p. 2-13.

الجدول رقم (٢٢) :

إستراتيجية المضاربة بواسطة الانتشار

تاريخ	العقد لشهر أبريل/ نيسان	العقد لشهر مايو/ مايس	الانتشار
٣ مارس/آذار ٢٠٠٥	بيع بـ ١،٢٥٥	شراء بـ ١،١٠٠	+١٥٥
٢٧ أبريل/نيسان ٢٠٠٥	شراء بـ ١،١٤٠	بيع بـ ١،٠٧٠	+٧٠

المصدر : هيئة الأوراق المالية الماليزية

إن الانتشار المبدئي (Initial Spread) هو ١٥٥ نقطة (155 points) ولكن في وقت إقفال التداول يضيق الانتشار إلى ٧٠ نقطة (70 points). لذلك، يمكن أن نحسب الربح كما يلي:

١٥٥ ـ ٧٠ = ٨٥ نقطة

٨٥ × ٢٥ رينجيت ماليزي = ٢،١٢٥ رينجيت ماليزي.

المطلب الثالث : الإستراتيجية في استخدام عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام في المراجحة (Arbitrage)

إن المراجحة هي شراء عملات أو أصول مالية في السوق وبيع نفس الكمية في سوق آخر في نفس الوقت لتحقيق الربح من فارق السعر، وذلك للاستفادة من النسب والأسعار والحالة المختلفة بين الأسواق. ويلعب المتاجر في المراجحة دورا مهما في تزويد السيولة وضمان تقارب (Convergence) الأسعار النقدية والمستقبلية في تاريخ انتهاء العقد. إن المراجحة هي شراء السلعة في سوق واحد (مثل السوق النقدي) وفي نفس الوقت، بيع نفس الكمية من السلعة في سوق آخر (مثل سوق المستقبل) في السعر الأعلى.(١)

ويبدأ المتاجر في المراجحة إذا يلاحظ بأن سعر التداول أعلى من القيمة العادلة (Fair Value). النقطة للملاحظة هنا، بعد يلاحظ بعض المتاجرون بأن هناك الفرصة للمراجحة وتصرفوا فيها، إن البيع في سوق المستقبل عندما تكون الأسعار عالية، سيدفع الأسعار إلى قيمتها العادلة التي تحددها بالأسعار في السوق النقدي ووقت انتهاء العقد. وهذا قوى السوق الطبيعي – العرض والطلب – يضمن بأنه في الوقت الذي تصل عقود المستقبليات إلى تاريخ الانتهاء، فيساوى سعر عقود المستقبليات بسعر الأدوات المالية الأصلية في السوق النقدي.(٢)

---

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Module 2, Examination Study Guide, opcit, p. 1-22, refer also to Ismail, Futures, opcit, p. 22-26 and Steven Lai, Futures and Options, opcit, p. 14-16 for strategies in arbitrage in other instruments.

(2) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Module 2, Examination Study Guide, opcit, p. 1-22.

* القيمة العادلة للمستقبليات (Futures Fair Value)

تشير القيمة العادلة في سوق المستقبل إلى السعر الذي يتم به تداول عقود المستقبليات نظريا. نفترض بأن سعر المستقبليات يساوي السعر الحالي للسلعة الأصلية زائدا كلفة الحمل (cost of carry). تتضمن كلفة الحمل معدل سعر الفائدة الحالي (current interest rates) والعائد من السلعة الأصلية وكلفة الخزن ووقت الانتهاء الحقيقي.(١)

نظريا، يجب على الأسعار النقدية والمستقبلية أن تحافظا على الأسعار النسبية المناسبة مستندة إلى العلاقة الاقتصادية. والمعادلة العامة لتسعير عقود المستقبليات القابلة للخزن كالتالي :(٢)

$$F = S(1 + r + c - y)^t$$

حيث :

F = سعر المستقبليات (الآجلة)(futures (forward) price)

S = السعر النقدي (الفوري)(cash (spot) price)

r = سعر الفائدة بدون المخاطرة (risk-free interest rate)

c = كلفة الخزن (%)(cost of storage)

y = العائد من السلعة النقدية (yield on the cash commodity)

t = وقت انتهاء عقود المستقبليات (time to futures expiry)

---

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, <u>Futures</u>, Module 2, Examination Study Guide, opcit, p. 1-22.

(٢) المرجع السابق.

وتسمى هذه المعادلة بـ "spot-futures parity theorem" أو علاقة كلفة الحمل (cost of carry relationship) . هذه المعادلة تعطينا السعر الذي يتم به تداول عقود المستقبليات. وفي حالة زيت النخيل الخام، إن المعادلة التالية تحدد سعر العقود. (افتراض c = كلفة الخزن السنوية) :

$$F = S\,[\,1 + (r \times t/365) + (c \times t/365)\,]$$

تصبح فرصة المراجحة متوفرة عندما تصبح أسعار عقود المستقبليات الحقيقية تتحرك بعيدا عن القيمة العادلة. إذا كان سعر المستقبليات أعلى من القيمة العادلة، يمكن للمتاجر أن يحصل على الأرباح بلا مخاطرة (riskless profits) بشراء الأداة الأصلية وبيع المستقبليات في نفس الوقت. وبنفس الطريقة، إذا كان سعر المستقبليات أقل من القيمة العادلة، يمكن أن يحصل المتاجر على الأرباح بلا مخاطرة ببيع الأداة الأصلية وشراء المستقبليات.(١)

* ادفع وانقل **(Cash-and-carry Arbitrage)**

هو نوع من المراجحة التي تتضمن شراء السلعة المادية (Physical Commodity) وفي نفس الوقت بيع تلك السلعة في سوق المستقبليات. ثم يتم تسليم تلك السلعة المادية استيفاءً لعقود المستقبليات. وهو مربح عندما يتاجر عقود المستقبليات في قيمة أعلى من القيمة العادلة.(٢) لتوضيح ذلك، دعنا نفترض بأن في نهاية مارس/آذار، إن السعر الفوري لزيت النخيل الخام هو ٩٧٥ رينجيت ماليزي (RM 975). إذا كانت كلفة الخزن هي ٥

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Module 2, Examination Study Guide, opcit, p. 1-23.
(2) Ibid, p. GL-5.

رينجيت ماليزي (RM 5) لكل شهر وسعر الفائدة بدون المخاطرة هو ٥ %، ما هو الحد الأعلى (Upper Limit) لسعر المستقبليات لشهر أبريل/نيسان بافتراض سينتهي العقد في شهر؟

$$F = S [1 + (r \times t/365) + (c \times t/365]$$
$$= 975 [1 + (0.05 \times 30/365) + (0.06 \times 30/365)]$$
$$= 983.82 (984)$$

لذلك، لا يجب أن يتجاوز السعر لشهر أبريل/نيسان عن ٩٨٤ رينجيت ماليزي (RM 984) لكل طن متري. إذا يتداول أعلى من هذا السعر، هناك الفرصة للمراجحة حيث يمكن أن يشتري المتاجر زيت النخيل الخام فورا ويخزنه وبعد ذلك يبيع عقود المستقبليات للحصول على الربح. ويبين الجدول التالي بأن عقود المستقبليات لشهر أبريل/نيسان تتاجر في السعر ١،١٢٠ رينجيت ماليزي (RM 1,120) وهي ١٤٥ علامة (145 ticks) أعلى من السعر الفوري و١٣٦ علامة (136 ticks) أعلى من القيمة العادلة.

الجدول رقم (٢٣) :

المراجحة في عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام

السوق الفوري	سوق المستقبليات
مارس/آذار السعر الحالي لزيت النخيل الخام في السوق النقدي : ٩٧٥ رينجيت ماليزي (RM 975) العمل : شراء ٢٥٠ طن متري من زيت النخيل الخام وخزن في المخزن (كلفة الخزن : ٥ رينجيت ماليزي(RM 5) لكل طن متري. كلفة : ٢٥٠ × ٩٧٥ = ٢٤٣،٧٥٠ رينجيت ماليزي (RM 243,750)	مارس/آذار السعر الحالي لعقد المستقبل زيت النخيل الخام : ١،١٢٠ رينجيت ماليزي (RM 1,120) العمل : بيع ١٠ عقود المستقبليات لشهر أبريل/نيسان في السعر ١،١٢٠ رينجيت ماليزي (RM 1,120). القيمة : ٢٨٠،٠٠٠ رينجيت ماليزي (RM 280,000)
أبريل/نيسان السعر الحالي لزيت النخيل الخام في السوق النقدي : ٩٨٠ رينجيت ماليزي (RM 980)	أبريل/نيسان السعر الحالي لعقد المستقبل لزيت النخيل الخام لشهر أبريل/نيسان : ٩٨٠ رينجيت ماليزي (RM 980) العمل : تسليم ٢٥٠ طن متري من زيت النخيل الخام في مقابل المركز المستقبلي للبيع (sold futures position). العائد من عقود المستقبليات :

	١٠ × ٢٥ × ١،١٢٠ = ٢٨٠،٠٠٠ رينجيت ماليزي (RM 280,000)

المصدر : هيئة الأوراق المالية الماليزية

إن كلفة المتاجر في المراجحة عند شراء زيت النخيل الخام هي ٢٤٣،٧٥٠ رينجيت ماليزي (RM 243,750) ولكنه يستطيع أن يبيع زيت النخيل الخام في السعر ٢٨٠،٠٠٠ رينجيت ماليزي (RM 280,000) (السعر في عقود المستقبليات). وهو أيضا يتحمل ٥ رينجيت ماليزي (RM 5) ككلفة الخزن لكل طن متري في الشهر الذي حمل فيه ٢٥٠ طن متري من زيت النخيل الخام قبل تسليمه لانجاز مسؤوليته في عقود المستقبليات. والربح الذي يحصل عليه كما يلي :

٢٨٠،٠٠٠ رينجيت ماليزي - ٢٤٣،٧٥٠ رينجيت ماليزي - ١،٢٥٠ رينجيت ماليزي (كفلة الخزن = ٢٥٠ × ٥) = ٣٥،٠٠٠ رينجيت ماليزي (الربح)

وهذا النوع من المراجحة التي تتضمن شراء السلعة المادية وبيعها في نفس الوقت في سوق المستقبليات يسمى بـ cash and carry. ونلاحظ من الجدول السابق، يمكن أن ننفذ هذا النوع من المراجحة إذا كان سعر عقود المستقبليات أعلى من السعر الفوري في السوق النقدي. يبيع المتاجر عقود المستقبليات وفي نفس الوقت يشتري السلعة في السوق النقدي. وبعد ذلك، يسلم المتاجر تلك السلعة لإقفال مركزه.

* Reverse Cash-and-carry Arbitrage

هذا النوع من المراجحة هو مقابل الحالة السابقة. وهذه المراجحة هي الحالة المحتملة إذا السعر المستقبلي أقل من السعر الفوري. وفي هذه الحالة، يشتري المتاجر عقود المستقبليات وفي نفس الوقت يبيع السلعة المادية. وبعد ذلك، يسلم المتاجر السلعة المادية في انجاز مسؤوليته في عقد المستقبليات. عمليا، يندر تنفيذ هذا النوع من المراجحة في عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام لعدة من الأسباب وهي :

١) إن زيت النخيل الخام هو منتج قابل للتلف ولا يمكن أن يُخزَن لفترات طويلة، على خلاف السلع الأخرى مثل الذهب.

٢) عندما تحدث صفقات الإقراض والاقتراض بسبب بيع المكشوف (short selling)، فتكون هناك الصعوبة للاستعارة من سوق النقد.

٣) تحدد مواصفات عقد المستقبليات لزيت النخيل الخام ثلاثة نقاط مختلفة للتسليم. ولذلك سيكون تموين أو سوقيات الصفقة أمر صعب ويؤدي إلى الكلفة الإضافية في أغلب الأحيان.

الفصل الثالث

الفصل الثالث : التقدير الاقتصادي والشرعي لعقود المستقبليات المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة

المبحث الأول : التقدير الاقتصادي لعقود المستقبليات

المبحث الثاني : التقدير الشرعي لعقود المستقبليات

الفصل الثالث : التقدير الاقتصادي والشرعي لعقود المستقبليات المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة

تمهيد

يظهر لنا من المناقشة السابقة بأن عقود المستقبليات هي عقود مستحدثة يستخدمها المستثمرون لحماية أنفسهم من مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية في وقت الحاضر. ولذلك، يتبين لنا بأن هذه العقود لها وظائف اقتصادية المهمة في الصناعة المالية. ولكن، هناك سؤال، هل هذه العقود متوافقة مع الشريعة؟ وعلى هذا، ستناقش الباحثة التقدير الاقتصادي والشرعي لعقود المستقبليات في هذا الفصل. وسيتم تغطية هذا الفصل من خلال المبحثين التاليين :

المبحث الأول : التقدير الاقتصادي لعقود المستقبليات

المبحث الثاني : التقدير الشرعي لعقود المستقبليات

المبحث الأول : التقدير الاقتصادي لعقود المستقبليات

بعض استعراض مفهوم عقود المستقبليات وماهيتها في بورصة المشتقات، نستعرض فيما يلي التقدير والتحليل الاقتصادي لهذه العقود. وتبدو أهمية هذه المناقشة لمعرفة وظائفها الاقتصادية وأهميتها في الصناعة المالية. وذلك من خلال المطالب التالية.

المطلب الأول : الوظائف الاقتصادية لعقود المستقبليات

تعتبر عقود المستقبليات من أهم الأدوات المالية في الوقت الحاضر. ولها عدة وظائف اقتصادية ويمكن أن ننظر إلى هذه الوظائف من خلال النقاط التالية :

١) إدارة المخاطرة (Risk Management)

تلعب سوق المشتقات دورا هاما كأداة تحوطية متميزة فإنه يمكن استخدامها بكفاءة تامة لتحقيق الأهداف الرئيسية التالية :(1)

أ- حماية قيم الأصول من الانخفاض أو الارتفاع على التوالي.

ب- مواجهة الآثار السلبية لتقلبات أسعار الأصول

ت- مراقبة مستوى تكاليف الأنشطة الاستثمارية والتمويلية وحماية الأرباح أو العوائد المتحققة.

---

(1) Bursa Malaysia Annual Report, 2002. p. 59 , M. Chance, Don, An Introduction to Derivatives, 3rd ed, The Dryden Press, USA, 1992, pp. 12-13, Zahari, The Malaysian Derivatives Market, opcit, slide no. 4-5.

وانظر أيضا حطاب، كمال توفيق، العقود الآجلة والمستقبليات من منظور إسلامي، جامعة اليرموك، مذكرة غير منشورة، ٢٠٠٥، ص. ٢٦- ٢٧.

ث- تثبيت أو حماية مختلف عناصر الأصول والالتزامات السلعية والمالية إلى أجل معين.

ج- تزوّد آلية للتحوط بالإضافة إلى إعادة تخصيص المخاطرة إلى الأطراف الذين قد يرغبون في تحمل هذه المخاطرة.[1]

ويستطيع المتحوطون من المخاطر أن يستخدموا عقود المشتقات بديلا عن الصفقات النقدية. وبهذا يعد التحوط المسوغ الاجتماعي الأول لتداول المستقبليات. ففي العقود الزمنية الأخيرة، شهد الاقتصاد العالمي تحولات بنيوية وتغيرات جوهرية مثل :

أ- تبني المعدل العائم لنظام تبادل العملات وتغير السياسات النقدية من استهداف معدل الفائدة إلى كمية عرض النقود،

ب- زيادة التجارة العالمية وعولمة التجارة، مما يعرض المنشآت لمزيد من المخاطر المالية المختلفة.

هذه التغيرات الجوهرية كان من شأنها إحداث زيادات هائلة في تقلبات معدلات الفائدة ومعدلات الصرف وأسعار الأسهم والسلع، الأمر الذي دعا إلى ضرورة وجود صناعة لإدارة المخاطر. ومنذ عام ١٩٧٣، أصبحت إدارة الخطر المالي أداة أساسية لتأمين بقاء المنشآت التجارية والصناعة والمصرفية. وقد أظهر المسح الذي قامت به مجموعة الثلاثين ١٩٩٣ (Group of Thirty 1993) أن ٨٢% من المنشآت غير المالية في

(١) Http://www.mdex.com.my، تاريخ زيارة هذه الموقع ١٤ ديسمبر/كانون الأول ٢٠٠٥ وانظر ايضا :
Zahari, The Malaysian Derivatives Market, opcit, p. 4

القطاع الخاص تستخدم المشتقات للتحوط من المخاطر التي تواجهها، و٨٤% من المؤسسات المالية تستخدم المشتقات للتحوط من المخاطر الناشئة من التمويل الجديد.(١)

٢) استشراف السعر (Price Discovery)

تقدم سوق المشتقات آلية للعاملين في السوق، لتكوين توقعات الأسعار الفورية للمستقبليات. ويعتقد بعض الناس بأن أسعار العقود الآجلة والمستقبليات هي الأسعار الفورية للمستقبليات المتوقعة، وهذه القضية هي قضية خلافية ولكن هناك اتفاق بأن أسعار المستقبليات والآجلة تتضمن على الأقل، المعلومات المهمة عن الأسعار الفورية للمستقبليات.(٢)

على سبيل المثال، هب أن مُنتجا للنفط يحاول أن يتخذ قرارا لإعادة فتح بئر نفطي مربح حديا يتوقف قراره على سعر النفط، غير أن منتج النفط عليه أن يتخذ اليوم قرارا، في حين أن البئر النفطي لن يكون جاهزا للسوق إلا بعد حوالي ١٢ شهرا. وبما أن سعر النفط، بعد ١٢ شهرا من اليوم، لا يمكن معرفته على وجه التأكد، فإن السعر المسجل في سوق المستقبليات لمستقبليات النفط التي تستحق بعد ١٢ شهرا، يمكن أن يكون تقديرا مفيدا لسعر المستقبل. فإذا كان سعر مستقبليات النفط مرتفعا بما يكفي لتبرير إعادة تشغيل البئر النفطي، أمكن منتج النفط أن يفترض أنه يستطيع الحصول على سعر مستقبليات النفط، عندما يصبح متاحا بعد ١٢ شهرا. وهكذا استخدم منتجو النفط سوق المستقبليات أداة لاكتشاف السعر، ومن ثم فإن بإمكان أطراف النشاط الاقتصادي استخدام تقديرات سوق المستقبليات للأسعار النقدية المستقبلية، في توجيه قراراتهم

(١) الساعاتي، عبد الرحيم عبد الحميد، مستقبليات مقترحة متوافقة مع الشريعة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز : الاقتصاد الإسلامي، مجلد ١٥، ٢٠٠٣، ص. ٢٨. وأنظر أيضا :
M. Chance, An Introduction to Derivatives, opcit, p. 12.
(2) Refer to M. Chance, An Introduction to Derivatives, opcit, p. 12.

الاستهلاكية والإنتاجية بما يؤدي إلى التقليل من عدم التأكد وإلى زيادة ترشيد قراراتهم.[1]

٣) استقرار السعر النقدي (Cash Price Stability)

برغم المزاعم القائلة بأن تداول المستقبليات يجعل الأسعار للسلعة المعنية أكثر تقلبا، فإن وظيفة اكتشاف السعر في أسواق المستقبليات تميل إلى تثبيت الأسعار السوقية النقدية بتخفيض تقلباتها، وهذا ما أكدته الدراسات الجارية حول أثر تداول المستقبليات على الأسواق النقدية. ولدى مقارنة تقلب السوق النقدية قبل إدخال تداول المستقبليات وبعده، رأى Froewiss (1978), Powers (1970) Taylor and Leuthold (1974)، أن تداول المستقبليات لا يزيد في الأسعار، ولكنه يثبتها. ورأي Friglewski (1981) أن تداول المستقبليات ترافق بزيادة في تقلب سوق الائتمان العقاري، ولكن Working (1960) رأي أن تقلب الأسعار النقدية قد تضاءل بعد البدء في تداول المستقبليات. ونستطيع أن نستخلص أن الشواهد المرجحة تقترح أنه لا يزيد تداول المستقبليات في تقلب السوق النقدية وأن لا يؤدي إلى عدم استقرارها.[2]

٤) إن منتجات المشتقات يمكن أن تفيد سوق النقد الأصيل (underlying cash market) كما يلي:[3]

أ- إن القدرة على التحوط وتخفيض الخطر سيجعل المستثمر راغبا أكثر في المتاجرة في سوق النقد الأصيل.

ب- إن سوق النقد الأصيل الذي يوفر الفرص لإدارة المخاطرة سيكون أكثر شعبية.

---

(١) الساعاتي، مستقبليات مقترحة متوافقة مع الشريعة ، مرجع سابق، ص. ٢٩.
(٢) المرجع السابق، ص. ٢٩-٣٠.
(3) Zahari, The Malaysian Derivatives Market, opcit, slide no. 5.

ت- سوق النقد الأصيل سيكون أكثر سيولة بالإستراتيجيات التي تؤخذ من قبل مشاركي السوق المحترفين.

٥) هي المكان لإدارة المحفظة للمشاركين في هذه السوق في : [١]

أ- التحوط ضد مخاطر السعر.

ب-المراجحة عندما تظهر الفرصة

ت-المضاربة لتحقيق الأرباح.

ث-تخصيص الموجودات دون بيع الأداة الأصيلة.

٦) المضاربة – (Speculation)

إن المضاربة بصورة عامة هي شراء شيء رخيص في وقت ما لغرض بيعه بسعر أعلى في وقت آخر.[٢] وأما المضاربة في البورصة فإنها وجدت عندما ظهرت طبقة من المتعاملين في البورصة يشترون الأوراق المالية بقصد إعادة بيعها عند ارتفاع أسعارها والحصول على فارق السعر كربح رأس المال. ويقدم سوق المشتقات أداة بديلة للمضاربة وهذا يؤدي إلى تفضيل المتعاملين في المضاربة بالمشتقات عن المضاربة في الأوراق المالية الأصيلة.[٣]

---

(١) Http://www.mdex.com.my، تاريخ زيارة هذه الموقع ١٤ ديسمبر/كانون الأول ٢٠٠٥ وانظر أيضا :
Zahari, The Malaysian Derivatives Market, opcit, p. 5.

(٢) عمر، حسن، موسوعة الاقتصادية، ط. ٤، دار الفكر العربي، القاهرة، ١٩٩٢، ص. ٤٤.

(3) M. Chance, An Introduction to Derivatives, opcit, p. 13

المطلب الثاني : المزايا الاقتصادية لعقود المستقبليات

وبالطبع، إن عقود المستقبليات هي الوسيلة الوحيدة التي تتوفر للمستثمرين للتحوط من مخاطر الأسعار. هناك العديد من المزايا الاقتصادية في استخدام عقود المستقبليات كوسيلة للتحوط، وهي : (١)

١) السيولة والسوق المركزي

تشير السيولة إلى حجم التداول الكبير الذي يسمح للمتاجرين بالدخول إلى والخروج من السوق بسرعة وبسهولة. وهذه السيولة تنجم عن الحقيقة بأن عقود المستقبليات متاجرة في مكان مركزي واحد وهو البورصة.

٢) قوة الرفع (Leverage)

يجب على كل مستثمر أن يدفع الهامش لكل عقد متداول و يجب أن يدفع أي خسائر من التداول بانتظام على شكل أرباح أو خسائر التغير (variation gains or losses). على أية حال، تمثل الهوامش فقط جزء من القيمة الأصيلة الكلية للعقود، يزود ما يُعرف بقوة الرفع. وقوة الرفع هي القدرة لتحقيق الأرباح الكبيرة من كمية الرأسمال الصغيرة . على الجانب الآخر، قوة الرفع يمكن أن تعني خسائر كبيرةً، إذا أصبح السوق ضدنا.

---

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Module 2, Examination Study Guide, opcit, p. 1-12 – 1-13 and refer also to Ismail, Futures, opcit, p. 10. Refer also Zahari, The Malaysia Derivatives Market, opcit, slide no. 6.

٣) إمكانية إقفال المراكز

عادة، لم يحمل المتعامل عقود المستقبليات حتى مدة الاستحقاق لكنه يقفل مركزه قبل انتهاء العقد بإصدار أمر بصفقة معاكسة، يعني إذا اشترى عقد المستقبليات سيقفل مركزه ببيع عقد مماثل سبق أن اشتراه من السوق. عند وقت إقفال العقد، أيلول أي من الأرباح أو الخسائر التي يحصل عليها من الصفقات الأصلية. عند التحوط، سيقفل مركزه في نفس الوقت كالصفقة المادية (physical transaction) وأي خسائر من عقود المستقبليات ستكون بشكل مماثل، إن لم يكن متماثل بالضبط بأرباح في سوق النقد، بينما الخسائر النقدية ستكون متوازنة تقريبا بأرباح عقود المستقبليات.

٤) التقارب (convergence) بين الأسعار النقدية والمستقبلية

إن أسعار عقود المستقبليات وأسعار السلعة نفسها في السوق المادية تميل إلى التقارب عندما يقترب الشهر الذي يتم فيه التسليم. وأخيرا، في انتهاء عقود المستقبليات، سيكون سعر عقود المستقبليات تماما مثل سعر السلعة في السوق المادية.

٥) المزايا العملية – (Operational Advantages)

إن سوق المشتقات تقدم بعض المزايا العملية منها :

أ- إن تكاليف التداول في هذا السوق هي أقل التكاليف. والمقصود هنا، أن العمولة وبعض التكاليف التجارية الأخرى هي أرخص في هذه السوق. وهذا الحال سيجذب المتعاملين في الاستثمار في هذه الأسواق.[1]

ب-إن السيولة في سوق المشتقات خاصة في سوق المستقبليات والخيارات أعلى من السوق الفورية. وذلك لأن المشاركة في هذه السوق تحتاج إلى كمية قليلة من رأس المال. ولذلك ، يمكن للمتعاملين أن يكيفوا أو يعدلوا

(1) Refer to M. Chance, An Introduction to Derivatives, opcit, p. 13.

العوائد والمخاطر في أي مستوى يريدون. وبسبب أن رأس المال المحتاج هو قليل ، فإن هذا يؤدي إلى قدرة هذا السوق في احتواء أكثر التداول.(1)

المطلب الثالث : الأضرار في استخدام عقود المستقبليات للتحوط

وعلى الرغم من المزايا الاقتصادية العديدة لاستخدام عقود المستقبليات للتحوط، هناك أيضا عدد من الأضرار، بعضها كالتالي:(2)

١) العقود النمطية (Standardised Contracts)

إن عقود المستقبليات هي العقود التي لها مواصفات نمطية تحدد كمية السلعة المضبوطة ودرجة التصنيف وتاريخ انتهاء العقود. ولا يستطيع المتحوط لتغطية بالضبط كمية وجودة السلعة التي يتداول بها في السوق النقدي. علي سبيل المثال، إن المتحوط الذي يريد أن يغطي شراء ٨٥ طن متري من زيت النخيل باستخدام عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام، لن يكون قادرا على تحوط الكمية المضبوطة. إن عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام مستندة إلى ٢٥ طن متري من زيت النخيل، لذا المتحوط سيتاجر أما ثلاثة عقود (٢٥ × ٣ = ٧٥ طن متري) ويكون تحت الكمية المطلوبة للتحوط، أو أربعة عقود (٢٥ × ٤ = ١٠٠ طن متري) ويكون فوق الكمية المطلوبة للتحوط.

---

(1) Refer to M. Chance, An Introduction to Derivatives, opcit, p. 13. Refer also Zahari, The Malaysian Derivatives Market, opcit, slide no. 5.

(2) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Module 2, Examination Study Guide, opcit, p. 1-12 – 1-13 and refer also to Ismail, Futures, opcit, p. 11.

٢) الهامش المبدئي وهامش التغير (Initial and Variation Margin)

يجب على كل مستثمر أن يدفع الهامش قبل التداول بعقود المستقبليات. والهامش الأول المطلوب هو الهامش المبدئي. بعد ذلك، يجب على المستثمر أن يدفع هامش التغير إذا حصل على الخسارة من هذه العقود. ودفعة الهامش هذه فريدة ويجب أن تكون مموّلة من قبل المستثمر فقط.

٣) لا يستطيع أن يستفيد من الحركات المناسبة

التحوط بعقود المستقبليات يعطي درجة اليقين ويزوّد التأمين ضد حركات السعر غير المناسبة في السوق المادي، وقد يمنع المتحوط من الاستفادة من حركات السعر المناسبة. على سبيل المثال، إذا تحوط مزارع النخلة الزيتية البيع المتوقع من محصوله ببيع عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام اليوم، وسعر زيت النخيل الخام يرتفع إلى أعلى بكثير بعد ذلك، وبالتالي سيصرف المال بدون مبرر على التحوط وسيحصل على عائد أقل من مزارع النخلة الزيتية الذي لم يتحوطه مطلقا.

المطلب الرابع : الآثار الاقتصادية لعقود المستقبليات

إن وجود سوق المستقبليات يؤدي إلى الآثار الاقتصادية التالية:

١) إن سوق المستقبليات هي الوسيلة الحديثة المستخدمة لتقليل المخاطرة في الاستثمار ولذلك نلاحظ سماح هذه السوق بنقل الخطر من أولئك الذين يريدون إزالته أو إنقاصه

إلى أولئك الذين يريدون اتخاذه أو زيادته. والنتيجة من ذلك، يوجد المضاربون والمتحوطون الذين يتعاملون في هذه السوق.[1]

٢) وجود التوازن بين العرض والطلب في السوق. وفي ماليزيا، إن الفئة التي تؤدي تعاملها إلى حدوث هذا التوازن المطلوب هو صانع السوق (Market Maker)، وهو يتكون من فرد أو مؤسسة توافق البورصة على أن يقوم بدور تقديم عطاء بالأسعار عند الطلب (في المزايدة) وله دور مهم في المحافظة على توازن العرض والطلب في السوق، كما ذكرنا سابقا.

ويرى فريق من العلماء الاقتصاديين، إن المضاربين هم الذين يؤدون إلى التوازن بين العرض والطلب. وهم الذين يعملون على الاستفادة من أي فرصة سانحة يجنون من ورائها أرباحا، دون أن يكون لهم حاجة في السلعة، لأن دخولهم بائعين عند ارتفاع الأسعار بسبب زيادة الطلب، يعمل على زيادة المعروض، لينخفض السعر إلى مستوى التوازن، كما أن دخولهم مشترين عند انخفاض الأسعار بسبب زيادة العرض، يعمل على زيادة الطلب، ليرتفع السعر إلى مستوى التوازن.[2] وترى الباحثة بأن دور المضاربين الرئيسي في سوق المستقبليات ليس في إيجاد التوازن بين العرض والطلب ولكنهم يدخلون إلى السوق لتحقيق الأرباح فقط ولذلك، يتعاملون في السوق لتحقيق مصالحهم الخاصة.

٣) إن وجود سوق المستقبليات توفر آلية لتسهيل إدارة المخاطرة الفعالة للمستثمرين. وهذه الحالة تؤدي إلى السيولة أفضل وتسمح للتسعير الفعال للخطر. كنتيجة لذلك، سيرتفع النشاط الاقتصادي ويتطور سوق رأس المال في البلد.

---

(1) Abdul Malek, The Malaysian Derivatives Market, opcit, slide no. 10.

(٢) هندي، منير إبراهيم، إدارة المنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٤، ص. ٦٣٣-٦٣٤.

٤) إن سوق المستقبليات تقدم آلية تسعير عقود المستقبليات وتوفر المعلومات المهمة حول اتجاهات الأسعار في المستقبل ويمكن أن نحلل حركات الأسعار يوميا، ولذلك يؤدي إلى تحسين كفاءة القرارات الاقتصادية والنتيجة من ذلك يمكن أن نحقق الأرباح الكثيرة باستخدام التكلفة القليلة.

المبحث الثاني : التقدير الشرعي لعقود المستقبليات

تتناول الباحثة في هذا المبحث مناقشة التقدير الشرعي لعقود المستقبليات وذلك لمعرفة أحكام عقود المستقبليات والتكييف الفقهي لها، لكي نعرف هل عقود المستقبليات تتضمن المخالفات الشرعية ومناقشة أهم المشاكل الشرعية المتعلقة بها. وذلك من خلال المطالب التالية.

المطلب الأول : العقد في الفقه الإسلامي

تبدو أهمية دراسة العقود في الفقه الإسلامي، لمعرفة هل عقود المستقبليات محل دراستنا تندرج تحت العقود التي أرادها الشرع أم لا. وهل هي توفر شروط العقود الصحيحة في الإسلام؟ وعلى هذا، فسوف تتم تغطية هذا المطلب مناقشة العقود في الإسلام بشكل موجز.

الفرع الأول : مفهوم العقد

العقد لغة عقد الحبل والبيع والعهد يعقده : شده ... العقد : الضمان والعهد.(١) عقد الحبل ونحوه: جعل فيه عقده... عقد طرفي الحبل ونحوه: وصل أحدهما بالآخر بعقدة تمسكهما فأحكم وصلهما... عاقده : عاهده ... وعقد اتفاق بين طرفين يلتزم بمقتضاه كل منهما تنفيذ ما اتفقا عليه، كعقد البيع والزواج.(٢) عقد : العقد نقيض الحل ... قال الفارسي : هو من الشد والربط.(٣)

والعقد اصطلاحا يستوجب وجود طرفين له، لكل طرف منها إرادة تتفق وتتوافق مع إرادة الطرف الآخر، مثل البيع والإجارة والزراعة والمساقاة والزواج وغيرها من العقود التي لا تتم إلا بارتباط طرفين.(٤) وهو أيضا اتفاق بين طرفين بطريق الإيجاب والقبول.(٥) فمن خلال العرض السابق يتبين أن عقود المستقبليات تحقق ارتباطا بين إرادتين، إرادة المشتري في شراء السلعة والبائع في بيعها، ويتم الاتفاق بينهما على تسليم سلعة أو أصل (أوراق مالية) في تاريخ لاحق، على أن يدفع المشتري الثمن عند التسليم.

---

(١) مجد الدين محمد بن يعقوب الفيروز آبادي، القاموس المحيط ، المؤسسة الرسالة، بيروت، لبنان، الجزء الأول، ص. ٣٢٧.

(٢) مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط دار إحياء التراث العربي، الطبعة الثانية، الجزء الثاني، ص. ٦١٣-٦١٤.

(٣) ابن منظور، لسان العرب، دار إحياء التراث العربي ومؤسسة العربي، بيروت، لبنان، الطبعة الثالثة، الجزء التاسع، ١٩٩٩، ص. ٣٠٩ – ٣١٢.

(٤) شواط، الحسين وحميش، عبد الحق، فقه العقود المالية، دار البيارق، عمان، الأردن وبيروت، لبنان، الطبعة الأولى، ٢٠٠١، ص. ٢٠. وانظر أيضا : موسى، كامل، أحكام المعاملات، مؤسسة الرسالة ودار الإيمان، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، ١٩٩١، ص. ٥٥-٥٦. وانظر أيضا : الهزايمة، محمد عوض ونجيب، مصطفى أحمد، المدخل إلى دراسة التشريع الإسلامي، دار عمار، الطبعة الأولى، ١٩٩١، ص. ١٢٦.

(٥) المصري، رفيق يونس، فقه المعاملات المالية، الطبعة الأولى، دار القلم، دمشق، ٢٠٠٥، ص. ٥٨.

الفرع الثاني : أركان العقد

تنقسم أركان العقد إلى :

أولا : العاقدان

العاقدان هما طرفا العقد تصدر عنهما الصيغة المنشئة ويشترط أن يكونا أهلا للتصرف، بأن يكونا بالغين عاقلين راشدين. أما الصبي المميز (٧ سنوات) فتجوز عقوده إذا كانت نافعة له نفعا محضا، كقبول الهبة ولا يحتاج إلى إذن الولي. ولا تجوز إذا كانت ضارة ضررا محضا، كإعطاء الهبة، ولو أجازها وليه. وأما العقود الدائرو بين النفع والضرر كالبيع، فتجوز بإذن وليه. كما يشترط في العاقدين الرضا. ومن عيوب الرضا: الإكراه والجهل والغلط وغيرهما.(١) وفي عقود المستقبليات، يحقق العاقدان شروط العاقد، وإلا، كيف يتم التداول بعقود المستقبليات إذا لم يحقق العاقدان شروط العاقد؟

ثانيا : صيغة العقد (الإيجاب والقبول)

الإيجاب عند الحنفية هو ما يصدر أولا، والقبول ما يصدر ثانيا. وعند الجمهور، الإيجاب ما يصدر من المملك، والقبول ما يصدر من المتملك. فالبائع موجب والمشتري قابل. ويشترط لانعقاد العقد أن يكون الإيجاب والقبول في مجلس واحد.(٢) ولذلك، يتحقق الارتباط بين الإيجاب والقبول من خلال :(٣)

١) توافق الإيجاب والقبول

---

(١) المصري، رفيق يونس، فقه المعاملات المالية ، مرجع سابق، ص. ٥٨.

(٢) المرجع السابق.

(٣) بدران أبو العنين بدران، تاريخ الفقه الإسلامي ونظرية الملكية والعقود، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، ١٩٨٧، ص. ٣٦٩-٣٧٢. وانظر أيضا : الهزايمة، محمد عوض ونجيب، مصطفى أحمد، المدخل إلى دراسة التشريع الإسلامي، مرجع سابق، ص. ١٢٨ – ١٢٩.

٢) وضوح دلالة الإيجاب والقبول

٣) اتصال القبول بالإيجاب.

أما عن ما يتحقق به الإيجاب والقبول، فإنه يتحقق بالألفاظ، وهي الأصل التعبير عن الإرادة. أما غيرها من وسائل التعبير، كالكتابة والإشارة والتعاقد بالأفعال كالتعاطي، فإنها بدائل يلجأ إليها عند الضرورة في معظم الأحوال وعلى تفصيل بين الفقهاء.[١]

وفي عقود المستقبليات، إن الإيجاب يصدر من أحد العاقدين والقبول من العاقد الآخر. ولذلك، استوفت الصيغة شروطها من حيث توافق الإيجاب والقبول في مجلس العقد.

ثالثا : محل العقد

وهو يسمى أيضا المعقود عليه، وهو ما يظهر فيه أثر وحكمه، وهو المال المبيع في عقد البيع، والمنافع في عقد الإجارة، وعمل المزارع في الأرض، وما يقابل كل منها، كالثمن في البيع والأجرة في الإجارة والأجر في العمل. وهو أيضا العين المرهونة في عقد الرهن، والدين في الكفالة والحوالة، والمرأة في الزواج، فهي تكون محلا للعقد بالنظر إلى أن حكم العقد يظهر فيها كمعقود عليها إضافة إلى كونها عاقدة بالنظر إليها كمنشئة للعقد.[٢] ومحل العقد له شروط يجب توافرها حتى يصلح محلا للعقد كما اشترطها الفقهاء، وهي كما يلي :

---

(١) الاسلامبولي، العقود المستقبلية ورأي الشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص. ١٤٢.

(٢) دبور، انور محمد، المدخل لدراسة الفقه الإسلامي، دار الثقافة العربية، القاهرة، ١٩٨٧، ص. ٣٥٥.

١) أن يكون محل العقد موجودا أو قابلا للوجود

يشترط في محل العقد أن يكون موجودا لا معدوما ولا مجهولا، ولا سيما في عقود المعاوضات. أما عقود التبرعات فيغتفر فيها الجهالة والغرر، لتوسعة الإحسان وتكثيره، ولأنهما لا يضران في التبرعات كما يضران في المعاوضات.[١] فإذا كان معدوما ويتعذر وجوده في المستقبل، فإنه لا يصلح أن يكون محلا للعقد، كبيع حبل الحبلة، واللبن في الضرع، والثمر قبل ظهوره، لأن المبيع على خطر العدم.[٢] وفي عقود المستقبليات، إن محل العقد هو شيء معدوم وليس موجودا في وقت التعاقد. وهل هي من بيع المعدوم؟ ستناقش الباحثة هذه النقطة في المبحث التالي.

٢) أن يكون محل العقد معلوما

يشترط الفقهاء في محل العقد ضرورة أن يكون معلوما.[٣] ويقصد بمعلومية المحل أن يكون الأوصاف محددة لامتناع الجهالة وعدم المعلومية التي تؤدي إلى النزاع والخلاف بين العاقدين. وأما الكيفية التي يتوصل بها إلى العلم بمحل العقد، يمكن أن يكون ذلك عن طريق: [٤]

أولا : الرؤية الكاملة عليه، أو الاكتفاء بعينة منه إن كانت تقوم مقامها.

ثانيا : الإشارة إلى المعقود عليه إذا كان موجودا أمام العاقدين في مجلس العقد.

ثالثا : تحديد أوصاف المبيع تحديدا دقيقا يميزه عن غيره – بتحديد جنسه ونوعه ومقداره إذا كان غائبا عن مجلس العقد.

---

(١) المصري، فقه المعاملات المالية، مرجع سابق، ص. ٥٩. وانظر أيضا : الهزايمة، محمد عوض، فقه المعاملات، دار عمار للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، ١٩٩٠، ص. ١٢.

(٢) الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، دار الكتاب العربي، الطبعة الثانية، الجزء الخامس، بيروت، لبنان، ١٩٨٢، ص. ١٣٨.

(٣) الهزايمة ونجيب، المدخل إلى دراسة التشريع الإسلامي، مرجع سابق، ص. ١٣٠. وانظر أيضا المصري، فقه المعاملات المالية، مرجع سابق، ص. ٥٩.

(٤) المرجع السابق.

وبالنسبة عقود المستقبليات، إن مواصفات العقد محددة بدقة ووضوح عند وقت التعاقد. ومواصفات العقد لهذه العقود هي أوصاف معيارية تتوفر فيها كل المعلومات المهمة عن العقود نافيا للجهالة المفضية للنزاع.

٣) أن يكون محل العقد مقدورا على تسليمه

يشترط في محل العقد أن يكون مقدورا على تسليمه. نظرا لأن الغرض من العقد هو وصول كل متعاقد إلى محل العقد الذي تعاقد من أجله، فإن اشتراط القدرة على تسليم المعقود عليه يكون مطلوبا. فلا يجوز بيع الحيوان الضائع، ولا الدار المغصوبة. وأجاز بعض الفقهاء هيبتهما، لأن الهبة تبرع، لا معاوضة.[١] وهل محل العقد في عقود المستقبليات هو شيء في مقدور البائع تسليمه؟ سيأتي توضيح ذلك فيما بعد.

٤) أن يكون محل العقد قابلا لحكم العقد شرعا

واتفق الفقهاء هذا الشرط، فإذا لم يقبل محل العقد حكم العقد شرعا، لم يصح أن يكون محلا، ومن ثم لم يصح العقد، كالتعاقد على تمليك الأشياء المباحة، مثل أن يبيع إنسان لآخر ما لا يملكه من الطيور في الهواء أو يهبه شيئا من ذلك، لأن التعاقد هنا قد تم على محل غير قابل لحكم العقد لأن حكمه نقل الملكية، ولا ملكية لأحد في هذه الأشياء حتى يلتزم بنقلها إلى غيره. ولا يكون محل العقد من الحرمات مثل بيع الميتة أو الخمر أو الخنزير، أو بيع أموال الناس لأنه أكل أموال الناس بالباطل.[٢]

وقد تبين أن محل العقد في عقود المستقبليات للسلع، يعني عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام وعقود المستقبليات لنواة زيت النخيل الخام يتكون من السلع قابلا لحكم العقد شرعا وهي من الأشياء المباحة وتجوز أن تكون محلا للعقد. ولا يصح محل العقد

---

(١) المصري، فقه المعاملات المالية، مرجع سابق، ص. ٥٩. وانظر أيضا بدران أبو بدران، تاريخ الفقه الإسلامي ونظرية الملكية والعقود، مرجع سابق، ص. ٤٢١-٤٢٢.
(٢) شواط وحميش، فقه العقود المالية، مرجع سابق، ص. ٣١. وانظر أيضا الاسلامبولي، العقود المستقبلية ورأي الشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص. ١٥٠-١٥١.

أن يكون من الأوراق المالية أو مؤشر الأسهم لأنها تعتمد على الفائدة والأسهم التي لا تتوافق مع الشريعة.

وخلاصة القول، نلاحظ إن عقود المستقبليات قد استوفت شروط العقود الصحيحة في الإسلام، تمثل ارتباطا بين إرادتين وتلبية حاجات المتعاملين، كما أنها عقود مستحدثة ومهمة في الحياة الاقتصادية في وقت الحاضر.

المطلب الثاني : التكييف الفقهي لعقود المستقبليات

تناولت الباحثة في المطلب السابق مناقشة العقد في الفقه الإسلامي لمعرفة هل العقود التي تكون محل دراستنا تندرج تحت العقود بالمفهوم الشرعي، وهل هي استوفت شروط العقود في الإسلام. وفي هذا المطلب ستناقش الباحثة التكييف الفقهي لهذه العقود لنعرف هل هي عقود جائزة شرعا أم لا. وذلك من خلال الفروع التالية.

الفرع الأول : بيع الصفة

إن بيع المواصفة هو أيضا يسمى البيع على الصفة، معناه أن يبيعه بصفة وليس عنده، ثم يبتاعه ويدفعه.(1) وهو أيضا البيع على أساس الإخبار بهيئة المبيع وصفته، من غير رؤية.(2) وهو بهذا يتضمن بيع المبيع الغائب عن مجلس العقد، وبيع الموصوف في

---

(1) البركتي، عميم الاحسان المجددي ، التعريفات الفقهية، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، ٢٠٠٣، ص. ٤٩.

(2) العياشي، فداد، البيع على الصفة للعين الغائبة وما يثبت في الذمة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، جدة، الطبعة الأولى، ٢٠٠٠، ص. ٢٢.

الذمة مع تأجيل أحد البدلين أو هما معا.[1] أي أنه يشمل بيع المعين الغائب وبيع الموصوف في الذمة.[2]

أولا : بيع المعين الغائب

ذهب جمهور الفقهاء على جوازه، استدلالا بقوله تعالى : " وأحل الله البيع "[3] وأنه صحيح لازم مع ثبوت خيار الرؤية للمشتري حتى تتم الرؤية مطابقة، أما إذا جاءت غير مطابقة، فإنه يتحول إلى عقد غير لازم. وفيما يتعلق بالثمن في بيع الغائبة على الصفة، فإن جمهور الفقهاء لا يرون دفع الثمن حالا.[4]

ثانيا : بيع الموصوف في الذمة

وأما بيع الموصوف (غير المعين) في الذمة، فإنه يقع في عقود المستقبليات كما يقع في السلم، لكون المبيع فيهما موصوفا في الذمة غير متعين، مع تأجيل البدلين، بينما يعجل رأس المال في عقد السلم مع تأجيل المثمن (المسلم فيه). اعترض الفقهاء بأن بيع الموصوف في الذمة من بيع السلم، على اعتبار أنه يمس البيع على الصفة للموصوف في الذمة، بأنه أجيز على خلاف القياس. ذهب جمهور الفقهاء بجواز السلم على خلاف القياس، بينما خرج عن هذا الرأي ابن حزم الظاهري، وشيخ الإسلام ابن تيمية، وابن القيم الذين رأوا أن السلم وفق القياس حيث تصدوا لحجج الجمهور وأدلته.[5]

تختلف أحكام ومسائل بيع الموصوف في الذمة باختلاف صور هذا البيع ورأي الفقهاء فيها. ويبدو أن الفقهاء يرون هناك علاقة بين بيع الموصوف في الذمة وبين السلم

---

(١) العياشي، البيع على الصفة للعين الغائبة وما يثبت في الذمة، مرجع سابق، ص. ٢٢.
(٢) الاسلامبولي، العقود المستقبلية وراي الشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص. ١٦٢.
(٣) سورة البقرة، الآية ٢٧٥.
(٤) للمزيد من التفاصيل : ارجع الاسلامبولي، العقود المستقبلية وراي الشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص. ١٦٣-١٦٥ وانظر أيضا : العياشي، البيع على الصفة للعين الغائبة وما يثبت في الذمة، مرجع سابق، ص. ٣٩-٥٣.
(٥) للتفاصيل انظر : الاسلامبولي، العقود المستقبلية وراي الشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص. ١٦٦-١٦٨ وانظر أيضا : العياشي، البيع على الصفة للعين الغائبة وما يثبت في الذمة، مرجع سابق، ص. ٥٧-٦٨.

حيث يرون أن هذا البيع في معنى السلم، ويجب أن تستقصى فيه صفات السلم.[1] وقد فرق الفقهاء بين انعقاد هذا البيع بلفظ البيع وانعقاده بلفظ السلم، مع مراعاة أن الثمن قد يكون حالا أو مؤجلا في كل حالة، ويرون كما يلي :

١) بيع موصوف في الذمة بلفظ البيع والثمن حال، مع استيفاء بقية شروط السلم، وهذا هو السلم بعينه. ذهب أبو حنيفة وصاحباه، والمالكية، والحنابلة، ووجه عند الشافعية، إلى جواز انعقاد السلم بلفظ البيع. وخالفهم زفر من الحنفية، وهو الوجه الراجح عند الشافعية، فلا يرون انعقاد السلم بلفظ البيع. يشير إلى ذلك ما ذكره الكاساني : وكذا إذا قال المسلم إليه: بعت منك كذا، وذكر شرائط السلم، فقال رب السلم : قبلت، وهذا قول علمائنا الثلاثة، وقال زفر : لا ينعقد إلا بلفظ السلم، لأن القياس ألا ينعقد أصلا، لأنه بيع ما ليس عند الناس، وأنه منهي عنه إلا أن الشرع ورد بجوازه بلفظ السلم.[2]

٢) بيع موصوف في الذمة بلفظ البيع والثمن مؤجل، وهذه الصورة سماها الفقهاء بوجه عام ببيع الكالئ بالكالئ، ولم يكن موقفهم منها متشددا مثل موقفهم من بيع موصوف في الذمة بلفظ السلم، بل منهم من تساهل في تأجيل البدلين.[3]

٣) بيع موصوف في الذمة بلفظ السلم، والثمن والمبيع حالان، وهو ما يسمى بالسلم الحال، وهو محل خلاف، لم يجزه إلا الشافعية.[4]

٤) بيع موصوف في الذمة بلفظ السلم، الثمن حال والمبيع مؤجل، وهذه هي صورة السلم المجمع على جوازه.

---

(١) يمكن الرجوع إلى : المرداوي، الإنصاف في معرفة الراجح من الخلاف على مذهب الإمام المبجل أحمد بن حنبل، دار إحياء التراث العربي، الطبعة الثانية، الجزء الرابع، ١٩٨٠، ص. ٢٩٩.

(٢) الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، مرجع سابق، ص. ٢٠١.

(٣) الاسلامبولي، العقود المستقبلية ورأي الشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص. ١٦٩.

(٤) النووي، يحيى الدين بن شرف، روضة الطالبين وعمدة المفتين، المكتب الإسلامي، الطبعة الثانية، الجزء الرابع، بيروت ودمشق، ١٩٨٥، ص. ٧.

٥) بيع موصوف في الذمة بلفظ السلم، الثمن والمبيع مؤجلان، وهذه الصورة تلتقي مع الصورة الثانية، حيث ذهب الإجماع على تحريمها باعتبارها الكالئ بالكالئ والفقهاء هنا أكثر تشددا.

لذلك نلاحظ، أن بيع الموصوف في الذمة ينقسم إلى : [١]

١) بيعه بلفظ البيع والثمن حال أو مؤجل

- إن بيعه بلفظ البيع والثمن حال فهو السلم المؤجل.

- أما بيعه بلفظ البيع والثمن مؤجل، يحتاج إلى تفصيل لارتباط ذلك بموضوع الدراسة، وهو سيتم تفصيله فيما بعد.

٢) بيعه بلفظ السلم والثمن والمبيع حالان : فهو البيع الناجز.

٣) بيعه بلفظ السلم والثمن مؤجل : فهو من بيع الدين بالدين أو الكالئ بالكالئ وذهب الفقهاء على تحريمه.

❖ موقف الفقهاء من بيع موصوف في الذمة بلفظ البيع مع تأجيل الثمن

يرى الفقهاء بوجه عام أن تأجيل الثمن والمثمن هم الدين بالدين المنهي عنه، ومنهم من ذكر الإجماع على تحريمه.[٢] ومنهم من يفرقون بين انعقاد البيع بلفظ البيع أو بلفظ

(١) انظر : الاسلامبولي، العقود المستقبلية ورأي الشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص. ١٧٠.

(٢) انظر : حطاب، محمد بن محمد، مواهب الجليل لشرح مختصر خليل، الطبعة الثانية، الجزء الرابع، دار الفكر، ١٩٧٨، ص. ٥١٥.

السلم، فيتساهلون في تأجيل الثمن والمثمن في الأول، ولا يعتبرونه من الدين بالدين، بينما يتشددون في تأخير رأس مال السلم.[1] وآراء الفقهاء في هذه القضية كما يلي :

١) ما ذكره الشرقاوي : " قوله وبيوع الصفات أي بيوع الأعيان في الذمم المشتمل على ذكر الصفات، لكن إن عقد بلفظ البيع صح تأجيل كل من المبيع والثمن، أو بلفظ السلم صح تأجيل المثمن فقط وهو المسلم فيه دون رأس المال. " [2] ويفهم من هذا القول، يجوز بيع الموصوف في الذمة بلفظ البيع مع تأجيل الثمن والمثمن، ويجوز تأجيل المبيع في السلم دون الثمن.

٢) ما ذكره مقررو الإقناع : " السلم له أحكام والبيع في الذمة له أحكام، فأحكام السلم، يشترط قبض رأس المال في المجلس ولا يصح الاستبدال عنه ولا الحوالة به ولا عليه، ويصح ذلك كله في الثمن في البيع في الذمة ولا يشترط قبض الثمن في المجلس." [3]

٣) ما ذكره ابن مفلح : " وبيع موصوف غير معين يصح في أحد الوجهين اعتبارا بلفظه، والثاني لا، وحكاه شيخا عن أحمد، كالسلم الحال. والثالث : يصح إن ملكه، فعلى الأول حكمه كالسلم، ويعتبر قبضه أو ثمنه في المجلس في وجه، وفي الآخر لا. فظاهره لا يعتبر تعيين ثمنه، وظاهر المستوعب وغيره يعتبر، وهو أولى، ليخرج به عن بيع دين بدين." [4]

---

(١) الاسلامبولي، العقود المستقبلية ورأي الشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص. ١٧٠.
(٢) المرجع السابق والمؤلف نقل هذا الرأي من الشرقاوي، عبد الله بن حجازي الشافعي، حاشية الشرقاوي على تحفة الطلاب بشرح تحرير تنقيح اللباب، الجزء الثاني، دار الفكر، د.ت، ص. ١٦٤.
(٣) الشربيني، شمس الدين محمد بن أحمد الخطيب، الإقناع في حل ألفاظ أبي شجاع، الجزء الأول، دار المعرفة للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، ١٩٠٠، ص. ٢٧١ – ٢٧٢.
(٤) ابن مفلح، شمس الدين أبو عبد الله محمد، كتاب الفروع، الطبعة الرابعة، الجزء الرابع، عالم الكتاب، بيروت، لبنان، ١٩٨٤، ص. ٢٢-٢٣.

٤) ما ذكره المرداوي : " قوله : فعلى الأول حكمه كالسلم ويعتبر قبضه أو ثمنه في المجلس في وجه، وفي الآخر، لا، الوجه الأول هو الصحيح، قدمه في المغني والشرح والرعاية الكبرى، وغيرهم وجزم به في الوجيز. والوجه الثاني اختاره القاضي، وهو ظاهر ما جزم به في المستوعب في أول باب السلم، فإنه قال : الثالث ما لفظه لفظ البيع ومعناه معنى السلم، كقوله : اشتريت منك ثوبا من صفته كذا وكذا بهذه الدراهم، ولا يكون موجودا ولا معينا، فهذا سلم، ويجوز التفرق فيه قبل القبض، اعتبارا باللفظ دون المعنى." [1]

نخلص من ذلك، إن الفقهاء يرون ارتباطا بين بيع الموصوف في الذمة وبين السلم، فيرون وجوب استقصاء صفات السلم في بيع الموصوف في الذمة لأنه في معناه، ولكن السلم من بيوع الصفة وليست بيوع الصفة هي التي من السلم.[2] وبالنظر إلى حقيقة التعامل في عقود المستقبليات، يمكن أن نكيفها على أنها من بيع الموصوف في الذمة بلفظ البيع، لذلك يجوز تأجيل المبيع والثمن إلى المستقبل.

الفرع الثاني : هل عقود المستقبليات من بيع المعدوم وبيع ما ليس عند المتعاملين

يرى بعض الفقهاء بأن السلعة محل العقد في عقود المستقبليات للسلع هي شيء غير موجود وهو من بيع المعدوم، استدلالا بقوله صلى الله عليه وسلم : "لا تبع ما ليس عندك".[3] السؤال هنا، هل هذا العقد في الحقيقة بيع المعدوم؟ وما هو بيع المعدوم في الإسلام وهل بيع المعدوم شيء محرم مطلقا؟ إن المعدوم مقصوده شيء غير موجود أو

---

(١) المرداوي، أبو الحسن علي بن سليمان، تصحيح الفروع، مطبوع بهامش كتاب الفروع لابن مفلح، مرجع سابق، ص. ٢٤٢٣.
(٢) الاسلامبولي، العقود المستقبلية ورأي الشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص. ١٧٢.
(٣) أخرجه النسائي والترمذي وأبو داود، جامع الأصول من أحاديث الرسول لابن الأثير الجزري، الجزء الأول، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان، ١٩٨٣، ص. ٣٨٢-٣٨٣.

غير معلوم. وحلل ابن قيم هذه القضية ويرى إن بيع المعدوم غير جائز بسبب عدم قدرة البائع على تسليم المبيع، سواء كان ذلك المبيع موجودا أو غير موجود إطلاقا، يعني يوجد هناك الغرر. ولكن إذا كان المبيع شيء يكون في قدرة البائع الحصول عليه بعد ذلك أو بيع الشيء الذي يمكن أن يوجد عادة، هو جائز شرعا، كما هو الحال في عقد السلم والاستصناع. لذلك، إن بيع المعدوم غير جائز شرعا لأن فيه الغرر وهو لا يقدر على تسليمه وليس بسبب عنصر المعدوم فيه.(١) ويرى دكتور هاشم كمالي أيضا، إن هذا الحديث لا يركز على ملكية المبيع قبل بيعه ولكن قدرة البائع على تسليمه إلى المشتري. وفي حالة فشل البائع في تسليم المبيع، سيكون بيت المقاصة ضامنا ومسؤولا عن مخاطر عدم التسديد وعدم تنفيذ الالتزامات.(٢)

ويقول دكتور هاشم كمالي، إن الفقهاء وعلماء الحديث قالوا بأن تحريم بيع المعدوم كما يبين في الحديث السابق يتعلق ببيع الأشياء القيمية وليس بيع الأشياء المثلية. لذلك، إن التحريم هنا هو في بيع الأعيان وليس بيع الصفة. ونلاحظ، إن عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام لا تكون في إطار الحديث السابق لأن السلعة التي تكون محل العقد في هذه العقود هي السلعة المثلية وليس السلعة القيمية.(٣)

لذلك، لا تكون عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام من بيع المعدوم. إن تسوية العقد يمكن أن تكون بواسطة التسوية النقدية قبل تاريخ استحقاق العقد أو تسليم السلعة عند تاريخ الاستحقاق. بالإضافة إلى بأن بيت المقاصة سيضمن تسليم السلعة إذا فشل البائع في تسليمها إلى المشتري. لذلك واضح هنا، عدم وجود الغرر في هذا العقد.(٤)

وعقود المستقبليات أيضا ليست من بيع ما ليس عند المتعاملين لأن السلعة في الحقيقة موجودة في المخازن كما تحددها البورصة. في ماليزيا، توجد ثلاثة مخازن متخصصة

---

(١) ابن القيم، أعلام الموقعين، الجزء الثاني، دار الجيل، بيروت- لبنان، ١٩٧٣، ص. ٢٧-٣٠.
(2) Kamali, The Futures Contract : A Syariah Perspective, opcit, p. 6-7.
(3)Ibid, p. 5.
(4) Securities Commission of Malaysia, Resolution of the Securities Commission Syariah Advisory Council, opcit, p. 56-57. Refer also to Bakar, Pasaran Hadapan Komoditi Minyak Sawit Mentah : Perspektif Syariah, opcit, p. 7.

لتسليم السلعة وهي فورت كلنج (Port Kelang) وبيناج (Penang) وفي فاسير كوداج جوهر(Pasir Gudang, Johor) حسب اختيار البائع، كما كتبت في مواصفات العقد.

الفرع الثالث : هل عقود المستقبليات من بيع الكالئ بالكالئ

مسألة بيع الكالئ بالكالئ [١] من المسائل الشرعية الهامة، ذات العلاقة بالعقود المستقبلية، حيث يتم التعاقد على تأجيل تسليم البدلين إلى تاريخ مستقبلي محدد. قال بعض الفقهاء[*]، لا يوجد تبادل العوض في عقود المستقبليات للسلع ، يعني البدل الذي يبذل في مقابل غيره، وبالنسبة لهذا العقد، الثمن والمثمن، حيث لا يوجد شراء سلع أو بيعها أو تسليمها وتسلمها. ولذلك، ليس هناك القيمة المضافة (Value-added) في نشاط الاقتصاد. على سبيل المثال، زيادة السعر أو الهامش نتيجة عن التسعير السوقي الدائم (marking to market) ليس لها علاقة بالبيع. وإن الشيء الذي يضاف هو النقود والوقت بينما السلعة سيحصل عليها المشتري إذا سدد العقد في مدة الاستحقاق فقط.[٢]

خلاصة القول، عقود المستقبليات خاصة عقود المستقبليات للسلع تعطي القيمة المضافة للمستثمرين. إذا كان منتج زيت النخيل الخام يتحوط من تقلبات السعر بإبرام عقود المستقبليات، في الحقيقة ، يمكنه تقليل التكلفة وتؤدي هذه الحالة إلى زيادة الربح

---

(١) عرفه بعض الفقهاء على أنه النسيئة بالنسيئة، وعرفه بعضهم على أنه الدين بالدين. ولا تتضمن هذه الدراسة مناقشة موضوع بيع الكالئ بالكالئ بالتفصيل. للمزيد من التفاصيل يمكن الرجوع إلى : نزيه كمال حماد في كتابه : بيع الكالئ بالكالئ، مركز ابحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، الطبعة الأولى، سلسلة المطبوعات العربية، جدة، ١٩٨٦.

(*) القاضي محمد تقي العثماني والدكتور علي أحمد السالوس، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، ص. ٣٥٤ وص. ٦٢٣.

(2) Bakar, Pasaran Hadapan Komoditi Minyak Sawit Mentah : Perspcktif Syariah, opcit, p. 9. Refer also to Securities Commission of Malaysia, Resolution of the Securities Commission Syariah Advisory Council, opcit, p. 57.

لشركته وستكون منتجاته أكثر تنافسا.[1] وبيع موصوف في الذمة بصيغة البيع بثمن مؤجل، كما ناقشنا سابقا، ليس من بيع الكالئ بالكالئ الذي حرمه الفقهاء. وأجازه بعض الفقهاء مع تأجيل الثمن. ولذلك، يمكن أن نقول، بأن عقود المستقبليات ليست من بيع الكالئ بالكالئ.

المطلب الثالث : المخالفات الشرعية التي تتضمنها عقود المستقبليات وأهم المشاكل الشرعية المتعلقة بها في التطبيق العملي

الفرع الأول : الغرر

الغرر في اللغة العربية وهو الخطر الذي لا يدرى أيكون أو لا، كبيع العبد الآبق، والطائر في الهواء.[٢] وهو أيضا الخداع.[٣] وبيع الغرر هو بيع الأشياء الاحتمالية غير المحققة الوجود أو الحدود، أو إذا كان البائع لا يستطيع تسليم السلعة، أو إذا كان العقد غير واضح. [*] ويقال، بأن عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام تتضمن الغرر لأن الخسارة والربح المحصول عليهما من الأشياء المجهولة. إن المستثمر الذي يبيع أو يشتري عقود المستقبليات سيحصل على الربح والخسارة نتيجة عن ارتفاع قيمة العقد وانخفاضه وتعتبر هذه الحالة أمر غير واضح ومجهول ولذلك تعتبر عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام من بيع الغرر. والحقيقة، إن الربح والخسارة هما حالتان عاديتان في

---

(1) Bakar, Pasaran Hadapan Komoditi Minyak Sawit Mentah : Perspektif Syariah, opcit, p. 9, and refer also Securities Commission of Malaysia, Resolution of the Securities Commission Syariah Advisory Council, opcit, p. 57.

(٢) أبي الحسين أحمد بن فارس بن زكريا، معجم مقاييس اللغة، الجزء الرابع، دار الفكر، ١٩٧٩، ص. ٣٨١.

(٣) أبادي، فيروز، القاموس المحيط، الجزء الثاني، الهيئة المصرية العامة للكتاب، ١٣٠١ هـ، ص. ٩٩.

(*) للمزيد من التفاصيل ارجع : الضرير، الصديق محمد الأمين، الغرر وأثره في العقود وآثاره في التطبيقات المعاصرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، جدة، الطبعة الأولى، ١٩٩٣.

التجارة،[1] لقوله تعالى : "يرجون تجارة لن تبور" [2] وقوله تعالى أيضا : "... وتجارة تخشون كسادها" [3]

يرى بعض الفقهاء المعاصرين بأن الغرر هو شيء غير مؤكد الحدوث أو شيء مشكوك في حدوثه (uncertainty) ولكن هذا ليس فقط المقصود من الغرر إلا إذا تعلق الغرر بالخديعة أو الغش في العقد، وهذا هو الرأي المقبول. لذلك مقصود الغرر ليس فقط شيء غير مؤكد الحدوث.[4] وترى الباحثة لابد أن يكون هناك إعادة النظر في هذا الرأي، لأن إذا تلعق الغرر بالخديعة أو الغش، هذا ليس غرر ولكن تغرير.

وبالنسبة لعقود المستقبليات لزيت النخيل الخام، يجب أن نلاحظ، في وقت صياغة العقد، كل الأمور مثل، كمية السلعة، ونوع السلعة، والسعر، ووقت التسليم هي معلومة للمستثمرين ولذلك، ليس هناك غرر.[5] وكل هذه الأمور مكتوبة بالدقة والوضوح في العقد، ويوجد هناك إشراف السوق والقانون لضمان عدم حدوث الغش أو الخداع.[6]

الفرع الثاني : الربا

إن الربا يتحقق عند اشتراط زيادة على مبلغ الدين مقابل التأجيل وهو ربا النسيئة او ربا الديون الذي كان العرب يمارسونه في الجاهلية، كقول المدين لدائنه :" أمهلني أزدك"، كما يتحقق في البيوع عند مبادلة ما ربوي بجنسه مع زيادة أحد العوضين، كصاع من تمر جنيب بصاعين من تمر جمع، حتى لو كان يدا بيد. ويتحقق أيضا عند مبادلة مال ربوي بمال ربوي من غير جنسه عند تأجيل تسليم أحد المالين أو كلاهما مع

---

(1) Securities Commission of Malaysia, Resolution of Syariah Advisory Council, p. 55.

(٢) سورة الفاطر، الآية ٢٩.

(٣) سورة التوبة، الآية ٢٤.

(4) Bakar, Pasaran Hadapan Komoditi Minyak Sawit Mentah : Perspektif Syariah, opcit, p. 6. Refer also to Securities Commission of Malaysia, Resolution of the Securities Commission Syariah Advisory Council, opcit, p. 57.

(٥) المرجع السابق.

(٦) ارجع إلى قانون صناعة المستقبليات لعام ١٩٩٣ والنظام التجاري لبورصة المشتقات وبيت المقاصة.

عدم اشتراط التماثل في القدر، كبيع أوقية من ذهب بعشرة دراهم من فضة (حيث لا تشترط الشريعة التماثل) مع تأجيل تسليم أحد البدلين أو كلاهما إلى تاريخ لاحق.(١)

إجمالا، إن أنواع عقود المستقبليات التي يتحقق فيها الربا هي : (٢)

١) عقود المستقبليات على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، لقيامها على سعر الفائدة، وهو ربا الديون المقطوع بتحريمه.

٢) عقود المستقبليات على العملات الأجنبية، ويتحقق فيها ربا النساء من ربا البيوع، حيث يتأجل البدلين في أموال ربوية، اشترط فيها رسول الله صلى الله عليه وسلم أن يكون التقابض يدا بيد.

نخلص من ذلك، إن عقود المستقبليات للسلع لا تتضمن عنصر الربا المحرمة شرعا إلا في عقود المستقبليات على الأوراق المالية وعلى العملات الأجنبية (لا تتضمن هذه الدراسة مناقشة عقود المستقبليات للعملات الأجنبية لأنها لا تتداول في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة).

الفرع الثالث : المقامرة والمضاربة

إن القمار من الموضوعات الهامة التي تتعلق بالمضاربة على الأسعار، كما أنها ترتبط ارتباطا وثيقا بالغرر. القمار لغة هو الميسر والرهان ضرب من ضروب القمار، وهو ما كان في المسابقة. فالقمار اصطلاحا هو الميسر، وهو أن يطلب كل من

---

(١) الاسلامبولي، العقود المستقبلية ورأي الشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص. ٢٠٦-٢٠٧. ولا تتضمن هذه الدراسة مناقشة موضوع الربا بالتفصيل. للمزيد من التفاصيل ارجع المرجع الذي سبق ذكرته الباحثة وانظر أيضا : المصري، رفيق يونس، ربا القروض وأدلة تحريمه، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، الطبعة الأولى، ١٩٩٠. وانظر أيضا : المصري، رفيق يونس، الجامع في أصول الربا، الطبعة الأولى، دار القلم، دمشق، الدار الشامية، بيروت، ١٩٩١. وانظر أيضا : المردودي، أبو الأعلى، الربا، مؤسسة الرسالة، بيروت، ١٩٨٤. وانظر أيضا : المصري، رفيق يونس-الابرش، محمد رياض، الربا والفائدة، الطبعة الاولى، دار الفكر المعاصر، بيروت، دار الفكر، دمشق، ١٩٩٩.

(٢) الاسلامبولي، العقود المستقبلية ورأي الشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص. ٢٠٧.

المتقامرين أن يغلب على صاحبه في فعل أو قول ليأخذ مالا جعلاه للغالب.[١] يثبت تحريم الميسر في القرآن والسنة النبوية وثابت بإجماع الأمة. وأدلة تحريم الميسر كما يلي:

١) من القرآن : قوله تعالى : " يسألونك عن الخمر والميسر قل فيهما إثم كبير ومنافع للناس وإثمهما أكبر من نفعهما ".[٢] وقوله تعالى : " يا أيها الذين آمنوا إنما الخمر والميسر والأنصاب والأزلام رجس من عمل الشيطان فاجتنبوه لعلكم تفلحون ".[٣]

٢) من السنة النبوية الشريفة : وردت أحاديث في تحريم القمار، وفي تحريم ما كان معروفا من ضروبه، أن بعض هذه الأحاديث كما يلي :

أ- عن أبي هريرة رضي الله عنه : قال رسول الله صلى الله عليه وسلم : " من خلف منكم فقال في حلفه باللات والعزى فليقل لا إله إلا الله، ومن قال لصاحبه تعال أقامرك فليتصدقن. متفق عليه.[٤]

ب- كما قال صاحب حاشية عون المعبود في قوله (فليتصدق بشيء) : " من ماله كفارة لمقاله وقال الخطابي معناه فليتصدق بقدر جعله حظا في القمار... والأمر محمول عند الفقهاء على الندب."[٥]

ج- عن عبد الرحمن الخطمي أنه قال : سمعت أبي يقول، سمعت رسول الله صلى الله عليه وسلم يقول : " مثل الذي يلعب بالنرد ثم يقوم فيصلي مثل الذي

---

(١) انظر : الاسلامبولي، العقود المستقبلية وراي الشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص. ٢٢٠ – ٢٢٢.
(٢) سورة البقرة، الآية: ٢١٩.
(٣) سورة المائدة، الآية : ٩٠.
(٤) صحيح البخاري، الجزء السابع، كتاب الاداب، باب ٥٢، المكتبة الإسلامية، استانبول، تركيا، ١٩٨١، ص. ١٤٤.
(٥) سنن أبي داود مع حاشية عون المعبود، المجلد الثالث،دار الكتاب العربي، بيروت، لبنان، د.ت، ص. ٢١٦.

يتوضأ بالقيح ودم الخنزير ثم يقوم فيصلي."[1] وهذا الحديث وردت في تحريم ما كان معروفا من ضورب القمار.

٣) إجماع الأمة على تحريم الميسر : هناك أقوال الفقهاء التي تشير إلى إجماع الأمة على تحريم الميسر، منها :

أ- قال الصديق الأمين الضرير : " ولا خلاف بين الفقهاء على تحريم القمار".[2]

ب- قال حسين حامد حسان : " أن المجتهدين متفقون على أن القمار حرام... المراهنة حرام باتفاق... إن أحدا من المجتهدين لا يقول بأن من شرب الخمر أو لعب الميسر لا يترتب عليه فعله حرمة." [3]

يرى بعض العلماء بأن عقود المستقبليات تتضمن عنصر المقامرة. ذلك لأنه يجب على المستثمر أن يدفع الهامش قبل التداول بعقود المستقبليات. وتعتبر المقامرة محرمة شرعا. وفي الواقع، إذا توقع المستثمر(المنتج) بأن السعر سينخفض، ابرم عقود المستقبليات في بيع زيت النخيل الخام في المستقبل، سمي هذا بالتحوط القصير (Short Hedge) لحماية المنتج من انخفاض السعر. وإذا ارتفع السعر بعد ذلك، سينخفض قيمة العقد وعليه إيداع مبلغ إضافي في حسابه. وعلى العكس، إذا انخفض السعر، سترتفع قيمة العقد وسيحصل على الربح إذا يقفل مركزه بإصدار أمر بصفقة عكسية أي يشتري عقدا مماثلا للعقد الذي سبق أن باعه. والسؤال هنا، هل هذا النشاط في الحقيقة مقامرة؟

وقررت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية إن انخفاض قيمة العقد وارتفاعها هو نتيجة من تغير الطلب في السوق ويعتبر هذا، الحالة العادية في النشاط التجاري. وليس من الصحيح أن نقول بأن هذه الحالة هي المقامرة، ذلك لأن

---

(١) مسند الإمام أحمد بن حنبل، المجلد الخامس، المكتب الإسلامي للطباعة والنشر، بيروت، ١٩٧٨، ص. ٣٧٠.
(٢) الضرير، الغرر وأثره في العقود، مرجع سابق، ص. ٢٦١.
(٣) حسان، حسين حامد، حكم الشريعة الإسلامية في عقود التأمين، دار الاعتصام، د.ت، ص. ١٢٩ وص. ١٣١.

المقامرة تعتمد فقط على الحظ والمصادفة وليس على العرض والطلب.(١) وهذا أيضا رأي دكتور محمد داود بكر.(٢) ويرى دكتور هاشم كمالي بأن عقود المستقبليات التي تتوفر فيها فرصة المضاربة (Speculation) هي ليست المقامرة لأن المخاطرة في المضاربة تعتبر المخاطرة التجارية وليست المقامرة والميسر.(٣)

وبالنسبة إلى المضاربة، يقال في الواقع، إن ما يقع في سوق المستقبليات لا يقصد به تجارة حقيقية، وإنما المقصود هو المخاطرة أو المضاربة في الأرباح التي هي أشبه بالقمار منها بالبيع.(٤) وهذا الأمر هو الذي يركز عليه الفقهاء المعاصرون في منع عقود المستقبليات للسلع لأن هناك عنصر المضاربة. إن المضاربة في البورصة، وجدت عندما ظهرت طبقة من المتعاملين في البورصة يشترون الأوراق المالية بقصد إعادة بيعها عند ارتفاع أسعارها والحصول على فارق السعر كربح رأسمالي.(٥) والسؤال هنا، هل هذا النشاط غير جائز في الإسلام مطلقا؟ عموما، تحقيق الربح من فارق السعر ليس أمرا ممنوعا في الإسلام. ومنع هذا النشاط سيؤدي إلى منع بيع المزايدة والمرابحة حيث يحصل المتاجر منهما على الربح من فارق السعر الأصلي.(٦)

---

(1) Securities Commission of Malaysia, Resolution of the Securities Commission Syariah Advisory Council, p. 55.

(2) Bakar, Mohd. Daud, Pasaran Hadapan Komoditi Minyak Sawit Mentah : Perspektif Syariah, Seminar Pakar Syariah Ketiga, Suruhanjaya Sekuriti dan JAKIM, Pan Pacific Legacy, Melaka, 30 Oktober 1998, pp. 1-2. Dr. Daud Bakar is one of the Syariah Advisory Council members of Securities Commission of Malaysia.

(بكر، محمد داود، سوق المستقبليات لزيت النخيل الخام : من ناحية شرعية، المؤتمر الثالث للخبير الشرعي، هيئة الأوراق المالية الماليزية وقسم التطوير الإسلامي الماليزي، ٣٠ أكتوبر/تشرين الأول ١٩٩٨، ص. ١-٢).

(3) Kamali, Mohd. Hashim, The Futures Contract : A Syariah Perspective, International Islamic Capital Market Conference '97, 15-16 July 1997, p. 18. Prof. Dr. Mohd. Hashim Kamali is a lecturer at Kulliyyah of Laws, International Islamic University Malaysia.

(٤) العثماني، عقود المستقبليات في السلع في ضوء الشريعة الإسلامية، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، ص. ٣٥٣-٣٥٤.

(5) Dewan Bahasa dan Pustaka (DBP), Kamus Ekonomi, Kuala Lumpur, 1993, p. 245-246.

(٦) ابن رشد، بداية المجتهد، ج٢، دار الفكر، بيروت، د.ت. ص. ١٧٢-١٧٣ وارجع أيضا الكاساني، بدائع الصنائع، مرجع سابق، ص. ٢٣٢-٢٣٣.

إن الحصول على الأرباح من فارق السعر الأصلي وتحقيق غرض المشتري من العقد هو مجرد احتمال، وهو أمر ليس له علاقة بالغرر ولا القمار، فإذا كان عقد الشراء صحيحا تام الأركان ناجزا، فإن ما يحدث بعد ذلك هو مخاطرة تجارية ليس لها علاقة بصحة العقد أو فساده. وتوجد المضاربة ليس فقط في عقد المستقبليات للسلع وهي أيضا موجودة في أي تجارة أخرى. لذلك، يرى دكتور داود بكر وهاشم كمالي، إن المضاربة تحرم إذا صاحبتها ممارسات غير أخلاقية كالكذب والإشاعات والاحتكار وتقديم المعلومات المضللة.[1] وهذا أيضا هو قرار اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية في اجتماعها العاشر الذي انعقد في ١٦-١٧ أكتوبر/تشرين الأول ١٩٩٧ وفي اجتماعها الحادي عشر الذي انعقد في ٢٦ نوفمبر/ تشرين الثاني ١٩٩٧.[٢]

يتبين للباحثة بالنسبة لمسألة المقامرة والمضاربة في عقود المستقبليات، أن المقامرة كما ناقشنا سابقا، هي محرمة شرعا كما ثبت تحريمها في القرآن والسنة النبوية والإجماع. ولكن هناك سؤال، هل التداول في عقود المستقبليات هو مقامرة؟ لاحظت الباحثة إذا كان المستثمرون يشترون ويبيعون عقود المستقبليات لغرض المقامرة والمضاربة، ستصبح هذه العقود غير جائزة شرعا. ولكن إذا قام المستثمرون ببيع أو شراء هذه العقود للتحوط من تقلبات الأسعار ويتحقق تسليم السلعة في مدة الاستحقاق، يمكن أن نكيفها على أنها من بيع الموصوف في الذمة بلفظ البيع كما ناقشنا سابقا، ولذلك هي جائزة شرعا.

---

(1) Bakar, Pasaran Hadapan Komoditi Minyak Sawit Mentah : Perspektif Syariah, opcit, p. 6-7 and Kamali, The Futures Contract : A Syariah Perspective, opcit, p. 15-18.
وانظر أيضا، القري، محمد علي، نحو سوق مالية إسلامية، دارسات اقتصادية إسلامية، المجلد ١، العدد ١، ١٩٩٣، ص. ١٥.

(2) Refer : Securities Commission of Malaysia, Resolution of Syariah Advisory Council, p. 88-91.

الفرع الرابع : مسألة بيع الشيء قبل قبضه

إن من الصور للتصفية في عقود المستقبليات للسلع هي البيع قبل حلول الأجل، فتندرج تحت بيع الشيء قبل قبضه وبيع ما لا يملك، حيث ورد عن أبي هريرة رضي الله عنه قال :" نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم أن يشتري الطعام ثم يباع حتى يستوفى". ولمسلم أن النبي صلى الله عليه وسلم قال : "من اشترى طعاما فلا بيعه حتى يكتاله".[1] وعن حكيم بن حزام قال :" قلت يا رسول الله إني اشتريت بيوعا فما يحل لي منها وما يحرم عليَّ؟ قال : " إذا اشتريت شيئا فلا تبعه حتى تقبضه ".[2]

فقد اتفق الفقهاء من حيث المبدأ على عدم جواز بيع الشيء قبل قبضه من مالك آخر، ولكنهم اختلفوا في مدى عموم الحكم وإطلاقه وتقييده، لاختلاف روايات الأحاديث المانعة منه، أو سبب تأويل معنى الحديث أو للعمل بظاهره. نورد فيما يلي أقوال الفقهاء في بيع ما لم يقبض :

١) الحنفية : قالوا بجواز بيع غير المنقول قبل القبض كالعقار، وعدم جواز المنقول. والعلة عندهم الغرر وهو خشية هلاك المبيع فينفسخ البيع.[3]

٢) الشافعية : قالوا بعدم جواز بيع المبيع قبل القبض مطلقا، والعلة عندهم الغرر.[4]

٣) المالكية : يصح للمشتري أن يتصرف في المبيع قبل قبضه سواء كان المبيع منقولا أو غير منقول، وقصروا المنع على بيع الطعام قبل قبضه، وذلك لغلبة تغير الطعام بخلاف ما سواه، لأنه قد يتخذ ذريعة إلى ربا النسيئة فيحرم سدا

---

(١) رواه مسلم. الشوكاني، نيل الأوطار، الجزء الرابع، في كتاب البيوع، في باب نهى المشتري عن بيع ما اشتراه قبل قبضه، الطبعة الثانية، دار الوفاء للطباعة والنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، ٢٠٠٣، ص. ٢٦.

(٢) رواه أحمد والطبران في الكبير، نفس المرجع، نفس الصفحة.

(٣) الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، الجزء الرابع، الطبعة الثالثة، دار إحياء التراث العربي، بيروت- لبنان، ٢٠٠٠، ص. ٣٩٦.

(٤) الشربيني، مغني المحتاج، الجزء الثاني، دار الفكر، ١٩٨٠، ص. ٦٨.

للذرائع. وأجازوا في غير الطعام لأنه بمجرد العقد يكون المبيع في ضمان المشتري، فهو في حكم المقبوض.(١)

٤) الحنابلة : لا يجوز بيع الشيء قبل قبضه إذا كان من المقدرات (أي مما يكال أو يوزن أو يعد) وذلك لسهولة القبض، ولأن المقدرات لا تخرج من ضمان البائع إلى ضمان المشتري إلا بالكيل أو الوزن أو العد.(٢)

يرى دكتور هاشم كمالي، الأخذ برأي المالكية، إن السلع الأخرى ما عدا الطعام (على سبيل المثال، زيت النخيل والقطن وغيرهما) يمكن بيعها قبل قبضها. لذلك، إن القبض ليس متطلبا في عقود المستقبليات للسلع مثل القطن والمطاط والعلبة لأنها ليست الطعام ويجوز بيعها قبل قبضها (٣) ومع ذلك، يرى عبد الرحيم عبد الحميد الساعاني، يمكن أن يكون البيع المعاكس (Reversing Trade) في عقود المستقبليات صحيحا، لأن محل البيع في عقود المستقبليات هو السلع المثلية، حيث يرى معظم الفقهاء إن الملكية هي شرط صحة في بيع الأشياء القيمية لا المثلية بينما يركز ابن تيمية والباجي لا على الملكية، بل على القدرة الفعلية للبائع على تسليم السلعة لصحة العقد.(٤)

---

(١) ابن رشد، بداية المجتهد، ونهاية المقتصد، المجلد الرابع، الطبعة الأولى، دار الكتب العلمية، بيروت- لبنان، ١٩٩٦، ص. ٥٢٣- ٥٢٩.

(٢) ابن قدامة، المغني والشرح الكبير، الجزء الرابع، (دار الفكر، عمان)، دار الكتب العلمية، بيروت- لبنان، ١٩٨٠، ص. ١١٥.

(3) Kamali, The Futures Contract : A Syariah Perspective, opcit, p. 9.

(٤) الساعاتي، مستقبليات متوافقة مع الشريعة، مرجع سابق، ص. ٤٥.

الفرع الخامس : مسألة التسوية النقدية

يرى دكتور داود بكر جواز تسديد العقد بقيمته من النقود، يعني التسوية النقدية. والمقصود بالتسوية النقدية هو أن يقيم الشيء بقيمة سوقية دون الزيادة أو النقص. ويستدل بالأدلة التالية :

١) يري البغدادي في كتابه مجمع الضمانات، يمكن أن يكون هناك التسوية النقدية إذا لا يمكن في تسليم السلعة.(١)

٢) ناقش الفقهاء هذه القضية ليس فقط في البيع ولكن أيضا في موضوع الغصب والتعويض.(٢)

٣) ننظر إلى حكمة التشريع في إجازة التسوية النقدية لتحقيق مصلحة المستثمرين. كما يرى المذهب الحنفي بجواز دفع القيمة في الزكاة بدلا من الشاة. إن المقصود من الزكاة إغناء الفقير وسد خلة المحتاج، وإقامة المصالح العامة للملة والأمة التي بها تعلو كلمة الله، وهذا يحصل بأداء القيمة كما يحصل بأداء الشاة، وربما يكون تحقيق ذلك بأداء القيمة أظهر وأيسر.(٣)

والواضح من الأدلة السابقة، يمكن أن نقول بجواز تسديد عقود المستقبليات للسلع بالقيمة النقدية لأن هذه القيمة مفيدة للمستثمرين لأن هدفهم في إبرام عقود المستقبليات هو التحوط. وهذه الحالة لا تجعل عقود المستقبليات للسلع من الغرر لأن الشريعة تجيز

---

(١) بغدادي، مجمع الضمانات في مذهب الإمام الأعظم أبي حنيفة النعمان، الطبعة الأولى، عالم الكتب، بيروت، ١٩٨٧، ص. ٢١٣-٢٤٣.
(٢) الميداني، اللباب شرح الكتاب، الجزء الثاني، الطبعة الرابعة، دار الكتاب العربي، ، بيروت، ١٩٦١. ص.١٣٧.
(٣) القرضاوي، يوسف، فقه الزكاة ، الجزء الثاني، الطبعة ٢٤، مؤسسة الرسالة، بيروت ولبنان، ٢٠٠٠، ص. ٨٠٣ – ٨٠٤.

التسليم والتسوية بقيمتها من النقود بشرط، بعد الحصول على الاتفاق من طرفي العقد.(١)

الفرع السادس : دور بيت المقاصة

إن بيت المقاصة جزء أساسي من سوق المستقبليات وتقع عليه مسؤولية ضمان تنفيذ العقد وهو مسؤول عن مخاطر عدم التسديد وعدم تنفيذ الالتزامات من قبل المشتري والبائع. ويعتبر بيت المقاصة هو المشتري مقابل كل عضو بائع وكذلك يعتبر بيت المقاصة بائعا مقابل كل عضو مشتري لعقود المستقبليات وهو يلعب دور الوسيط في عقود المستقبليات. إن دور بيت المقاصة هنا لا يخالف الشريعة لأنه يقوم على أساس الكفالة والضمان. بالنسبة لبيت المقاصة، إن الكفالة هنا هي الكفالة بالمال التي يكون موضوعها التزاما ماليا، وهي بذلك تشمل الأنواع التالية:(٢)

١) الكفالة بالديون : تعني الالتزام بأداء دين ثابت في ذمة الغير.
٢) الكفالة بالتسليم : والمقصود من هذه الكفالة الالتزام بأداء ثمن العين لصاحبها، ويكون موضوعها هنا ماليا، وتسليم المشتري المبيع فلا يعتبره الحنفية هنا التزاما ماليا.
٣) الكفالة بالدرك أو بالعهد : مقصودها هي ضمان المال المبيع من كل حق قد يلحق المبيع لغير البائع، ففيه ضمان لحق المشتري إذا ظهر المبيع مستحقا، كأن يظهر

---

(1) Bakar, Pasaran Hadapan Komoditi Minyak Sawit Mentah : Perspektif Syariah, opcit, p. 10-12.
(2) Ibid, p. 18-22.
وانظر ايضا، مصطفى، محمود أحمد مروح، الكفالة : أنواعها وطرق الإبراء منها، الطبعة الأولى، دار النفائس، الأردن، ٢٠٠٣، ص. ٢٢-٢٣.

مملوكا لغير البائع، أو مرهونا، أو وقفا، فإن كان الأمر كذلك ضمن الكفيل رجوع الثمن للمشتري أو إحضار البائع للقضاء.

وتتفق المذاهب الأربعة على صحة هذا النوع من الضمان،[1] وحتى الشافعية الذين لم يجيزوا ضمان المجهول أقروا بصحته للحاجة والضرورة.[2] لذلك نلاحظ من المناقشة السابقة، إن دور بيت المقاصة لا يخالف الشريعة بل أنه يتوافق مع أسسها في الكفالة.

المطلب الرابع : أحكام عقود المستقبليات

بعد استعراض التكييف الشرعي لعقود المستقبليات ومناقشة المخالفات الشرعية فيها وأهم المشكلة المتعلقة بها، نستعرض فيما يلي رأي الفقهاء في عقود المستقبليات وأدلتهم فيها.

الفرع الأول : المانعون وأدلتهم

يرى معظم العلماء المعاصرين تحريم هذه العقود، فقد ذهب مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي إلى تحريم العقود الآجلة، ومما ورد فيه " إن العقود الآجلة

(١) ابن عابدين، حاشية رد المحتار على الدر المختار: شرح تنوير الأبصار، الجزء الخامس، الطبعة الثانية، دار الفكر، بيروت، ١٩٧٩، ص. ٣٠٣، علي حيدر، درر الحكام شرح مجلة الأحكام، الجزء الأول، مكتبة النهضة، بيروت- لبنان، د.ت، ص. ٦٢٣-٦٢٦، الإمام مالك بن أنس الأصبحي، المدونة الكبرى، الجزء الرابعة، دار الفكر، بيروت، ١٩٧٨، ص. ١٣٨، علاء الدين علي بن سليمان المرداوي، الإنصاف في معرفة الراجح من الخلاف على مذهب الإمام أحمد بن حنبل، صححه محمد حامد، الجزء الخامس، الطبعة الأولى، مطبعة السنة المحمدية، ١٩٥٦، ص. ١٩٨، الإمامان موفق الدين وشمس الدين ابنا قدامة، المغني والشرح الكبير، الجزء الخامس، الطبعة الأولى، دار الفكر، بيروت، ١٩٨٤، ص. ٧٦. وانظر ايضا الجزيري، عبد الرحمن، الفقه على المذاهب الأربعة، الطبعة الأولى، دار الكتب العلمية، بيروت ولبنان، ٢٠٠٣، ص. ٦٤٩- ٦٥٩.

(٢) الإمام النووي، المجموع شرح المهذب، الجزء ٤، دار الفكر، ص. ٣٦.

بأنواعها التي تجري على المكشوف أي على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع بالكيفية التي تجري في السوق المالية (البورصة) غير جائزة شرعا، لأنها تشتمل على بيع الشخص ما لا يملك ".[1]

كما ذهب المجمع الفقهي الإسلامي بجدة في دورته السابعة في قراره المتعلق بالأسواق المالية (قرار رقم ٧/١/٦٥) ، خاصة في التعامل بالسلع في الأسواق المنظمة : إذا يكون العقد على تسليم سلعة موصوفة في الذمة في موعد آجل ودفع الثمن عند التسليم وأن يتضمن شرطا يقتضي أن ينتهي فعلا بالتسليم والتسلم، هذا العقد غير جائز لتأجيل البدلين. ويمكن أن يعدل ليستوفي الشروط المعروفة. فإذا استوفى شروط السلم جاز. ولا يجوز بيع السلعة المشتراة قبل قبضها. وكذلك إذا يكون العقد على تسليم سلعة موصوفة في الذمة في موعد آجل ودفع الثمن عند التسليم دون أن يتضمن العقد شرط أن ينتهي بالتسليم والتسلم الفعليين بل يمكن تصفيته بعقد معاكس، وهذا هو النوع الأكثر شيوعا في أسواق السلع، وهذا العقد غير جائز أصلا. وذهب أبرز البحوث (بحث الدكتور علي محيي الدين القرة داغي، وبحث القاضي محمد تقي العثماني، وبحث الدكتور وهبة مصطفى الزحيلي والبحوث الأخرى) التي عرضت على مجمع الفقه الإسلامي إلى عدم جواز العقود الآجلة والمستقبليات.[2]

و من أبرز الأدلة التي يستشهد بها المانعون لهذه العقود ما يلي :[3]

١) الغرر الفاحش في هذه العقود

فهذه العقود تترافق مع غرر كبير يتمثل في الجهالة والترقب وانتظار تقلبات الأسواق وما تأتي به من ارتفاع أو انخفاض في أسعار السلع أو الأوراق المالية، وما ينجم عن كل ذلك من خسائر للبعض ومكاسب لآخرين.

---

(١) قرارات المجمع الفقهي الإسلامي، من دورته الأولى (١٣٩٨ هـ) حتى الدورة الثامنة (١٤٠٥ هـ)، ص. ١٢٣.
(٢) الأسواق المالية في ميزان الفقه، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، ١٩٩٢.
(٣) حطاب، العقود الآجلة والمستقبليات من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص. ٣٢.

٢) المقامرة في هذه العقود

إن معظم المتعاملين بهذه العقود لا يقصدون من معاملاتهم سوى المقامرة وجني الأرباح من خلال المضاربات والتوقعات والحظوظ.

٣) اعتبار الشروط المرافقة لهذه العقود من الشروط الفاسدة

فالشروط الفاسدة تضم كل شرط لا يقتضيه العقد أو يكون فيه منفعة لأحد العاقدين لا يوجبها العقد، فهي شروط ليست من مقتضى العقد، أو تنافي مقتضى العقد، أو تشتمل على غرض يورث التنازع، ومن أهم هذه الشروط ضمان منفعة لأحد الطرفين دون الآخر، أو إعطاء الحق لأحد الطرفين بتنفيذ العقد إن صحت توقعاته، بينما يتعرض الطرف الثاني لخسارة كبيرة.

٤) انطواء هذه العقود على بيع الإنسان ما ليس عنده"

ينقل رضوان عن أحد علماء التمويل والاستثمار :(١)

" فالذي يشتري هذه العقود ليس بحاجة إلى امتلاك الأسهم أو السلع التي تمثلها، وكل ما يحتاجه هو أن يكون له رصيد معين في حسابه لدى السمسار."

٥) انطواء هذه العقود على بيع ما لم يقبض

حيث لا يوجد استلام أو تسليم في هذه العقود سوى للفروق الحاصلة في التغيرات السعرية اليومية والمستقبلية.

---

(١) رضوان، سمير، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، ١٩٩٦، ص. ٤٧٧.

٦) تعارض هذه العقود مع قصد الشارع لتحقيق العدل

فعدم العدل في هذه العقود يكمن في إعطاء أحد العاقدين فرصة واسعة لأن يحقق أرباحا على حساب المتعاقد الآخر، وأن هذا ظلم وجور، يتعارض مع المقاصد الشرعية التي تقوم على العدل.

كما ورد في المعيار الشرعي رقم (٢٠) لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، لا يجوز شرعا التعامل بعقود المستقبليات في السلع سواء بإنشائها أم بتداولها لأنها مواعدة ملزمة تنقلب إلى عقد بيع في المستقبل دون إيجاب وقبول.(١)

الفرع الثاني : المجيزون وأدلتهم

يرى عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، أن المستقبليات يمكن أن تكون نافعة في مجال المالية الإسلامية إذا جرى تعديلها لكي تصبح موافقة للشريعة. فالكفاءة الاقتصادية هي الهدف الأول للمستقبليات المتوافقة مع الشريعة، وحيث إن أسواق المستقبليات تعيد تخصيص المخاطر بين الذين يختارونها، فإنها تقوم بتجميع وتوزيع المعلومات حول المسار المستقبلي للأسعار في السوق الفورية، وتحقيق استقرار الأسعار الفورية المستقبلية.(٢)

وعقد التحوط الموافق للشريعة هو تعهد من المشتري بالشراء ومن البائع بالبيع، لسلعة مثلية بكمية محددة في تاريخ محدد في المستقبل بثمن متفق عليه. وعند الاستحقاق، يجب على المشتري أن يدفع الثمن المتفق عليه مسبقا، ويجب على البائع أن يسلم الأصل (السلعة) في المكان المحدد. وهو في جوهره شراء مؤجل لسلع موصوفة

---

(١) المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية ٢٠٠٤، النص الكامل التي تم اعتمادها حتى ربيع الأول ١٤٢٥ هـ مايو ٢٠٠٤ م، ص. ٣٦٨-٣٧٧.

(٢) الساعاتي، مستقبليات مقترحة متوافقة مع الشريعة، مرجع سابق، ص. ٥٠.

بثمن متفق عليه وفي الزمان والمكان المتفق عليهما للتسليم. وحيث إن الغاية من هذا العقد هي حماية الأصول من التغير غير المتوقع وغير المرغوب، فإنه لا بد من توافر الشروط التالية :[1]

١) يجب تبادل السلعة والثمن في زمن الاستحقاق فقط.
٢) الثمن يمكن أن يكون حق انتفاع أو دينا مستحق الأداء في يوم التسوية.
٣) السلعة يجب أن تكون مثلية لا قيمية.
٤) جميع المواصفات المؤثرة في ثمن السلعة يجب أن تكون معلومة ومتفقا عليها.
٥) كمية السلعة وثمنها يجب أن يكونا معلومين ومتفقا عليهما.
٦) ليس من الضروري أن يكون بائع السلعة منتجا لها (في حالة السلع الزراعية) ولا أن تكون السلعة مملوكة له عند عقد الصفقة.
٧) السلعة والثمن يجب أن يكونا غير ربويين.

ويجب أيضا أن يؤسس المؤسسات اللازمة للمستقبليات الإسلامية في التداول بالمستقبليات لتحقيق الأهداف التالية :[2]

١) التأكد من أن العقود والعمليات المتعلقة بسوق المستقبليات لا تخالف أحكام الشريعة في المعاملات كالربا والقمار والغرر الفاحش، وأن السلعة موضع التداول ليست محرمة كالخنزير والخمر والسلاح وغير ذلك.
٢) التأكد من أن القواعد التي تحكم سلوك جميع الأطراف في سوق المستقبليات موافقة للشريعة، ومنهم السماسرة وأعضاء السوق وأعضاء المقاصة والمتعاملون، ملتزمون بالضوابط والقيم الإسلامية، ويخلقون سوقا تعمل بسلاسة ويثق فيها المتعاملون بأن أوامرهم سوف تنفذ تماما وبالسعر العادل. ولهذا يحرم الغش والتدليس والكذب وعدم الوفاء بالالتزامات العقدية.

---

(١) الساعاتي، مستقبليات مقترحة متوافقة مع الشريعة، مرجع سابق، ص. ٣٦.
(٢) المرجع السابق، ص. ٤٦.

٣) توفير سوق يمكن أن تتحقق فيها الوظائف الاقتصادية لسوق المستقبليات. ولهذا تحرم أي ممارسة تتدخل في عملية استشراف السعر أو التحويل الفعال للمخاطر غير المرغوب، وهذا ما يجعل أداء سوق المستقبليات ضعيفا.

إن تحقيق الأهداف المذكورة هو مسؤولية مؤسسات سوق المستقبليات الموافقة للشريعة، وتضم السماسرة والسوق وغرفة المقاصة وسلطة الإشراف. فيجب عليهم اتخاذ جميع التدابير للتأكد من أن سوق المستقبليات الإسلامية يمكنها أن تحقق وظائفها الاقتصادية.(١)

ويرى دكتور كمال توفيق حطاب: حرصا على سلامة عقود الخيارات والعقود الآجلة والمستقبلية من الناحية الشرعية، وبعدها عن المخالفات أو الشبهات، فإن اقتراح سوق مؤسسة مالية إسلامية خاصة بهذه العقود في المرحلة الأولى له ما يبرره. ويمكن أن تقوم هذه السوق في البداية بدور ضمان سلامة تنفيذ العقود الآجلة والمستقبليات من خلال قيامها بدور الوسيط بين البائعين والمشترين لعقود السلم وعقود الاستصناع التي هي أقرب ما تكون للعقود الآجلة والمستقبليات، والتي تسمح بتأخير تسلم الثمن والمبيع (المستصنع) في مجلس العقد، جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (٦٧/٣/٧) : يجور في الاستصناع تأجيل الثمن كله أو تقسيطه إلى أقساط معلومة لآجال محددة. وهي بذلك تخدم فئة التجار والمستثمرين الذين يطلبون شراء السلع المؤجلة بالاسترخاص (من خلال عقد السلم) أو يطلبون سلعا مصنعة من خلال عقد الاستصناع، كما تخدم فئة المزارعين والتجار أو الصناع وذلك بضمان تأمين محاصيلهم أو مصنوعاتهم أو بضاعتهم بأسعار معقولة.(٢) ووظائف هذه السوق المالية الإسلامية المقترحة هي :(٣)

---

(١) الساعاتي، مستقبليات مقترحة متوافقة مع الشريعة، مرجع سابق، ص. ٤٦. للمزيد من التفاصيل ارجع إلى هذا المصدر.
(٢) حطاب، كمال توفيق، نحو سوق مالية إسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، ص. ٣٢-٣٥.
(٣) المرجع السابق، ص. ٣٥.

١) تقوم هذه السوق بإصدار عقود الخيارات وتنظيمها، على شكل عقود نمطية، كأن يمثل كل عقد مائة سهم مثلا بسعر محدد يسلم خلال فترة محددة (٩٠ يوم مثلا)
٢) تقوم بدور بيوت التسوية أو المقاصة في بورصات العقود المعاصرة.
٣) تقوم بإصدار عقود آجلة نمطية تمثل عددا من السلع الهامة والأساسية.
٤) تقوم بإصدار عقود مستقبلية صناعية تمثل أغلب السلع التي يتم الاتفاق على تصنيعها في الاقتصاديات المعاصرة.
٥) تقوم بتلقي طلبات الشراء وبيع عقود الخيارات والعقود الآجلة بأنواعها المختلفة، كما تقوم بمقابلة هذه الطلبات مع بعضها، أو تقوم بنفسها بتنفيذ الشراء أو البيع.
٦) تقوم بتقديم استشارات فنية للمستثمرين.
٧) تمثل ملتقى للبائعين والمشترين للعقود المؤجلة والمستقبليات والخيارات بحيث يسهل الاتصال والتفاوض بما يؤدي إلى تحديد أسعار أكثر عدالة.

إن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية (Syariah Advisory Council (SAC) of Securities Commission of Malaysia)، في اجتماعها الحادي عشر الذي انعقد في ٢٦ نوفمبر/تشرين الثاني ١٩٩٧، قررت بأن عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام جائزة شرعا وهي متوافقة مع الشريعة. تمت الدراسة والبحث المفصل على هذه العقود والقضايا الشرعية المتعلقة بها من قبل هذه اللجنة مع مساعدة قسم رأس المال الإسلامي (Islamic Capital Market Department) لهيئة الأوراق المالية الماليزية.[1]

وبالنسبة لعقود المستقبليات المالية، قررت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية في اجتماعها الثالث عشر الذي انعقد في ١٩ مارس/آذار ١٩٩٨، بأن عقود المستقبليات لمؤشر كوالا لمبور المركب (KL Composite Index Futures) وعقود

(1) Securities Commission of Malaysia, Resolution of the Securities Commission Syariah Advisory Council, Second Print, October 2003, p. 54.

المستقبليات لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالا لمبور (KLIBOR Futures) كما يتم التداول بهما في البورصة الماليزية للمشتقات غير جائزة شرعا، لأن عقود المستقبليات لمؤشر كوالا لمبور المركب (KL Composite Index Futures) تتكون من الأسهم التي لا توافق عليها اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية لتكون الأسهم متوافقة مع الشريعة، وعقود المستقبليات لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالا لمبور (KLIBOR Futures) هي العقود التي تعتمد على الفائدة التي تتضمن عنصر الربا. وقررت أيضا في الاجتماع نفسه بجواز التداول بمؤشر الأسهم طالما كان متوافقا مع الشريعة، بالضمان بأن مكوّن المؤشر يكوّن من الأسهم المتوافقة مع الشريعة. وحجتهم في جواز هذا العقد كما يلي :(١)

١) إن ميزّات العقد ليست مشابهة للمقامرة والجهالة والغرر

إن المقامرة والجهالة وبيع المعدوم هي من القضايا الرئيسية التي يركز عليها الفقهاء المعاصرون في منع عقود المستقبليات للمؤشر المركب. إن بيع وشراء المؤشر ليس مرادفا بالقمار لأن المقامرة هي البحث على الأرباح من خلال الاعتماد المحض على الحظ والمصادفة. ومن هنا جاء انطباع الناس بأن التداول بالمؤشر مجرد ناد للقمار تجمع فيه الثروات الخيالية في غمضة عين، كما أن خسائر كبيرة يمكن أن تحل بالمتعاملين في لحظات إذا تكون توقعاتهم خاطئة.

وهذه الحالة لا تحدث عند التداول بالمؤشر لأن نقطة المؤشر الكلي (Total Index Point) لها قيمتها الخاصة. والذي يحدث هو، سيواجه المستثمر نقصان أو زيادة في القيمة الذي يعتمد على الطلب للعدد الكلي للأسهم الذي يشمل مكوّن المؤشر. لذلك ، لا يتضمن التداول بالمؤشر أي عنصر من عناصر الرهان. ولا يحتوي هذا العقد أيضا عناصر الجهالة والغرر لأن التداول في الكمية والتسعير واضح. لذلك، ليس هناك غموض في السعر والكمية. ويحدد السعر بالسوق بالاعتماد على العرض والطلب.

(1) Securities Commission of Malaysia, Resolution of the Securities Commission Syariah Advisory Council, Second Print, October 2003, p. 59-62.

٢) مسالة بيع المعدوم

لا يوجد التسليم المادي (Physical delivery) في مدة الاستحقاق في عقود المستقبليات لمؤشر الأسهم مقارنة بعقود المستقبليات لزيت النخيل الخام الذي يمكن أن يكون هناك تسليم مادي. بدلا عن ذلك، يمكن أن نسدد العقد بقيمته من النقود. استدلت برأي البغدادي في كتابه مجمع الضمانات وقضية الغصب وتعويضه كما ناقشها الفقهاء، كما ذكرنا سابقا.

٣) التأويل الذي يعتمد على حكمة التشريع

إن التأويل المعتمد على الحكمة التشريعية هو أمر مهم جدا. يرى دكتور فتحي الدريني بأن هذا التأويل القائم على حكمة التشريع أصدق دليل على أن المجتهد بالرأي يتصرف في معنى النص تفهما وتطبيقا، لأنه يتعمق معنى النص ليدرك غاية تشريعه. ثم ينزل النص على المعنى الذي حددته حكمة التشريع، ومن ثم كان لزاما عليه أن يؤول النص على وفق ذلك المعنى تأويلا لا يخرج به عما يمكن أن يحتمله بحسب وضعه اللغوي. (١) وهذا لا يعني بأننا ننحرف عن الدليل المعين ولكن المقصود منه هو بأننا نفهم المقاصد من النص بشكل شامل. وفي سياق السوق، إذا ننظر من زاوية الحكمة التشريعية، هناك المصلحة للمستثمرين في التداول بهذا العقد خاصة، والمصلحة للنظام الاقتصادي عموما، لاعتبار هذا العقد من الأدوات المالية التي يستخدمها المستثمرون للتحوط.

---

(١) الدريني، فتحي، المناهج الأصولية، الطبعة الثانية، الشركة المتحدة للتوزيع، دمشق، ١٩٨٥، ص. ٢٠٨.

٤) العرف الاقتصادي الخاص

العرف هو التقاليد المعروفة التي اعترف بها الناس المحليون في حياتهم اليومية، سواء بالفعل أو الكلام. إن عقود المستقبليات للمؤشر المركب هو من الأدوات المالية التي يستخدمها مدير الصندوق (fund manager) وضامن تغطية الاكتتاب في الأسهم (Underwriter) والمتعاملون في السوق، لتحويل خطر سعر السوق إلى الآخرين. من حيث المبدأ، أن عقود المستقبليات للمؤشر المركب هو العرف الاقتصادي الخاص (يعني التقاليد المعروفة الخاصة في النشاط الاقتصادي) المؤكد لا يخالف مبادئ الشريعة. لذلك، من الضرورة أن نصحح بأن مكوّن المؤشر يجب أن يشمل الأسهم التي تتوافق مع الشريعة. وهذه نتغلب عليها بإنشاء مؤشر الشريعة (Shariah Index).

٥) اعتبار عقود المستقبليات من المال

إن اعتبار الشيء كالمال أمر مهم في التحديد سواء ذلك الشيء يمكن أن نتاجر به أم لا. عرف الإمام السيوطي إن المال هو الشيء الذي له قيمة ُيباع بها وتلزم متلفه.[١] لذلك، تعتبر عقود المستقبليات من المال لأن لها قيمة في فترة معينة وهي متداولة في سوقها الخاصة، ولذا، نعتبرها الحق المالي في الإسلام. ونلاحظ بأن عقود المستقبليات لها قيمة حتى تاريخ الاستحقاق ولا يمكن أن نتداول بهذه العقود بعد تاريخ الاستحقاق. وعلى أية حال، ما زال يستفيد حامل العقد من فارق سعر الشراء والبيع في تاريخ الاستحقاق.

وعلى العكس، قد قرر مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة المنعقدة في جدة سنة ١٤١٢ هـ (١٩٩٢م) ، لا يجوز بيع وشراء المؤشر لأنه مقامرة بحتة، وهو بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده.

---

(٢) السيوطي، الأشباه والنظائر في قواعد وفروع الشافعية، المجلد الثاني، الطبعة الأولى، دار السلام، القاهرة، ١٩٩٨، ص. ٦٠٦.

وبالنسبة لعقود المستقبليات للعملات، أصدر مجمع الفقه الإسلامي بجدة قرارا في دورته الحادية عشرة بالمنامة، في سنة ١٤١٩ هـ (١٩٩٨م) : لا يجوز شرعا البيع الآجل للعملات، ولا تجوز المواعدة على الصرف فيها، وهذا بدلالة الكتاب والسنة وإجماع الأمة. فمسألة تأجيل أحد البدلين في الصرف محسومة بالمنع بين العلماء، ومسألة تأجيل البديلين في الصرف أحق بالمنع، كما ورد بقرار المجمع المذكور.

كما قرر مجمع الفقه الإسلامي بجدة في دورته السادسة في سنة ١٤١٠هـ (١٩٩٠م) بشأن السندات :

١) إن السندات التي تمثل التزاما بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعا من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروض ربوية سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكا استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحا أو ريعا أو عمولة أو عائدا.

٢) تحرم أيضا السندات ذات الكوبون الصفري باعتبارها قروضا يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية، ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها خصما لهذه السندات.

٣) كما تحرم أيضا السندات ذات الجوائز باعتبارها قروضا اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين، أو لبعضهم لا على التعيين، فضلا عن شبهة القمار.

واعتمادا لهذا القرار، لاحظت الباحثة، لا يجوز التعامل بالسندات لأنها هي سندات ذات دخل ثابت وهي محرمة شرعا لقيامها على ربا النسيئة. ولذلك، إن عقود المستقبليات للأوراق المالية غير جائزة شرعا لأنها تعتمد على سعر الفائدة وذات دخل ثابت ولا يجوز التداول بها.

الترجيح

بعد استعراض المناقشة السابقة، الراجح عند الباحثة هو :

١) بالنسبة لعقود المستقبليات للسلع، يمكن أن ننظر إليها من ناحيتين :

أ- كما يجري في البورصة في الوقت الحالي، إن معظم المتعاملين بهذه العقود لا يقصدون من معاملاتهم تسليم السلعة ولكن المقامرة وجني الأرباح من خلال المضاربات والتوقعات والحظوظ، لذلك هذه العقود غير جائزة شرعا.

ب- ولكن إذا كان هناك المتعاملون الذين يعقدون هذه العقود للتحوط من تقلبات الأسعار ويتحقق تسليم السلعة في مدة الاستحقاق، يمكن أن نكيف هذه العقود على أنها من بيع الموصوف في الذمة بلفظ البيع ولذلك يجوز التداول بها.

٢) لا يوجد الغرر في عقود المستقبليات لأن البورصة تحدد مواصفات العقد مثل كمية السلعة، ونوع السلعة، والسعر، ووقت التسليم بالدقة والوضوح في العقد، مع الرقابة القانونية لضمان بأن الغش أو الخداع لا يحدث.

٣) وعقود المستقبليات ليست من بيع المعدوم وبيع المعدوم غير جائز بسبب عدم قدرة البائع على تسليم المبيع، سواء كان ذلك المبيع موجودا أو غير موجود إطلاقا وليس بسبب عنصر المعدوم فيه. ولا يوجد خوف من فشل البائع في تسليم المبيع في عقود المستقبليات خاصة في عقود المستقبليات للسلع لأن بيت المقاصة سيكون ضامنا ومسئوولا عن مخاطر عدم التسديد وعدم تنفيذ الالتزامات.

٤) ولا يجوز التعامل بعقود المستقبليات للأوراق المالية ذات دخل ثابت لقيامها على ربا النسيئة.

٥) ولا يجوز التداول بعقود المستقبليات لمؤشر كوالا لمبور المركب لأنها تقوم على المقامرة والغرر.

٦) يجوز التداول بعقود المستقبليات ما دامت تخلو من المخالفات الشرعية مثل الغرر والربا والمقامرة مع وجود رقابة شرعية عليها لضمان سلامتها من المخالفات الشرعية بإنشاء سوق المشتقات الإسلامية أو إنشاء قسم خاص للمشتقات الإسلامية تحت سوق رأس المال الإسلامي الذي يقوم علي مسؤولية الرقابة الشرعية على عقود المستقبليات بشكل دائم.

الفصل الرابع

الفصل الرابع : ماهية عقود الخيارات في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة (Bursa Malaysia Derivatives Berhad) : تقدير اقتصادي وشرعي

المبحث الأول : طبيعة عقود الخيارات وأنواعها

المبحث الثاني : التداول في سوق الخيارات

المبحث الثالث : المتعاملون في عقود الخيارات

المبحث الرابع : الرسم البياني للربح والخسارة للأدوات النقدية
(Pay-off Diagram for Cash Instruments)

المبحث الخامس : الرسم البياني للربح والخسارة في الخيارات
(Pay-off Diagrams for options)

المبحث السادس : الاستراتيجيات في الخيارات

المبحث السابع : التقدير الاقتصادي لعقود الخيارات

المبحث الثامن : التقدير الشرعي لعقود الخيارات

الفصل الرابع : ماهية عقود الخيارات في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة (Bursa Malaysia Derivatives Berhad) : تقدير اقتصادي وشرعي

تمهيد

إن عقود الخيارات هي النوع الثاني من عقود المشتقات التي يتم التداول بها في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة. كما لاحظنا سابقا، هناك نوعان من عقود المشتقات المتداولة في هذه البورصة، أولا : عقود المستقبليات بأنواعها المختلفة كما ناقشتها الباحثة في الفصل السابق، وثانيا : عقود الخيارات التي ستتم دراستها فيما بعد. وعقود الخيارات لمؤشر كوالا لمبور المركب هي النوع الوحيد لعقود الخيارات المتداولة في هذه البورصة. ستتناول الباحثة في هذا الفصل مناقشة الواقع الفعلي للبورصة الماليزية للمشتقات المحدودة خاصة فيما يتعلق بعقود الخيارات، وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول : طبيعة عقود الخيارات وأنواعها

المبحث الثاني : التداول في سوق الخيارات

المبحث الثالث : المتعاملون في عقود الخيارات

المبحث الرابع : الرسم البياني للربح والخسارة للأدوات النقدية (Pay-off Diagram for Cash Instruments)

المبحث الخامس : الرسم البياني للربح والخسارة في الخيارات (Pay-off Diagrams for options)

المبحث السادس : الاستراتيجيات في الخيارات

المبحث السابع : التقدير الاقتصادي لعقود الخيارات

المبحث الثامن : التقدير الشرعي لعقود الخيارات

المبحث الأول : طبيعة عقود الخيارات وأنواعها

إن عقود الخيارات تتداول أيضا في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة، وتخضع أيضا لقانون صناعة المستقبليات لعام ١٩٩٣ (Futures Industry Act 1993)، وهو نفس القانون الذي يحكم عقود المستقبليات.(١) كما ذكرنا سابقا، إن الخيار هو عقد يعطي لحامله حق وليس التزام بشراء (ويسمى Call option) أو بيع (ويسمى put option) أوراق مالية معينة بسعر معين، محدد مقدما (يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ- Exercise Price). ولفظ الخيار يعني أن مشتري هذا الخيار له الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق وهذا الحق يحصل عليه الفرد مقابل دفع مبلغ معين غير قابل للرد كنوع من المكافأة أو التعويض "علاوة" (Premium) للطرف الآخر. وهذا الطرف الآخر يطلق عليه محرر حق الخيار (Option writer).(٢)

إن تداول الخيارات في معظم البورصات يقوم على أساس نظام المزاد العلني (Auction System) في ردهة البورصة (trading floor) حيث يستخدم المتعاملون الإشارة اليدوية والخطاب في المعاملات. ولكن بوصول التجارة الالكترونية، أصبح تداول الخيارات في ماليزيا على أساس التجارة الالكترونية. تسدد عقود الخيارات بواسطة بيت المقاصة المرتبطة ببورصة المشتقات كما في عقود المستقبليات.(٣)

---

(١) للمزيد من التفاصيل ارجع :
Abdul Malek, Fairuz Helmi, Regulation of Futures and Options, SIDC Capital Market Workshop Series: The Malaysian Derivatives Market, 6 April 2004, Organised by Securities Commission of Malaysia.

(٢) ارجع الفصل التمهيدي للتفاصيل. وارجع أيضا :
Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Options, Module 3, Examination Study Guide, Revised Print 2004, p. 1-2. Look also Hamzah Mahmood, Understanding Futures and Options: Trading in Malaysian Derivatives, Conference Hall 1, Securities Commission of Malaysia, 22 September 2001, p. 15 and look also Ibrahim, Ismail, Pelaburan Dalam Pasaran Sekuriti, Hadapan and Opsyen, opcit, p. 42.

(3) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Options, Module 3, Examination Study Guide, opcit, p. 1-3.

المطلب الأول : أصناف وسلسلة عقود الخيارات (Option Classes and Series)

هناك بعض المصطلحات الإضافية التي يجب علينا أن نفهمها عند التداول بعقود الخيارات:[1]

١) أصناف عقود الخيارات (Classes of Options) : يسمى حق خيار الشراء وحق خيار البيع في نفس الأسهم الأصيلة (Underlying stock) بأصناف عقود الخيارات. على سبيل المثال، كل عقد خيار في الأسهم ABC ، بغض النظر عن سعر التنفيذ أو تاريخ الانتهاء يكوّن صنف واحد.

٢) سلسلة عقود الخيارات (Series of Options) : كل عقد خيار في نفس النوع (حق خيار الشراء أو حق خيار البيع) ونفس الصنف، وفي نفس سعر التنفيذ وتاريخ الانتهاء، يكوّن سلسلة عقود الخيارات. على سبيل المثال، كل حق خيار الشراء في سهم ABC عند سعر التنفيذ ٨ رينجيت ماليزي (RM 8) لشهر سبتمبر/أيلول، يكوّن سلسلة عقود الخيارات.

المطلب الثاني : الهوامش وأرباح أو خسائر التغير (Margins and Variation Gains or Losses)

إن نظام الهوامش وأرباح أو خسائر التغير كما يوجد في عقود المستقبليات يعمل بشكل مختلف في عقود الخيارات. إذا يبرم الطرفان عقد الخيار، سيدفع المشتري المكافأة الكاملة إلى البائع أو المحرر وبعد ذلك، سيدفع البائع الهامش إلى بيت المقاصة.[2] ويبين الشكل التالي التداول في الخيارات:

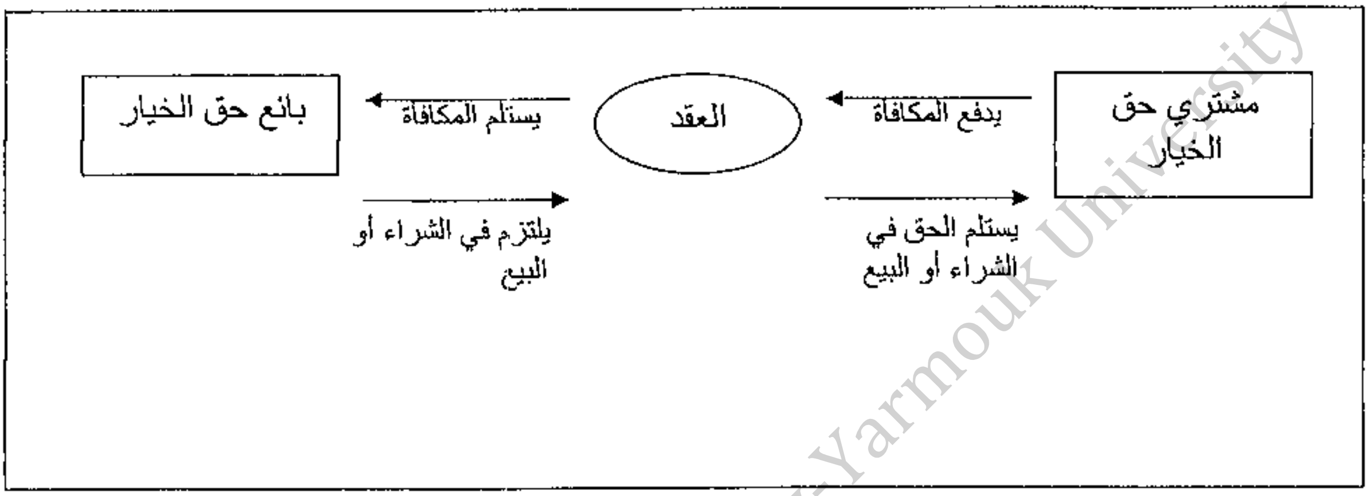
---

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Options, Module 3, Examination Study Guide, opcit, p. 1-7.

(٢) المرجع السابق.

الشكل رقم (١٤) :

طريقة التداول في الخيارات،



المصدر : هيئة الأوراق المالية الماليزية

إن مشتري حق الخيار سيتعرض للمخاطر المحدودة والإمكانات للحصول على الربح غير المحدود. لذلك، ليس عليه أن يدفع الهوامش أو المبلغ الإضافي نتيجة للخسارة لأنه قد دفع مكافأة حق الخيار ولن تزيد هذه الخسارة بأي حال عن قيمة المكافأة. وعلى العكس، يتعرض بائع حق الخيار لمخاطر غير محدودة. لذلك لإدارة هذه المخاطرة، يطلب بيت المقاصة من بائع حق الخيار أن يدفع الهامش على أساس يومي حيث يقوم الهامش على أساس تغيرات السعر ودرجة التقلبات.[١]

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Options, Module 3, Examination Study Guide, opcit, p. 1-7.

المطلب الثالث : ثمن عقد الخيار

يسعر عقد الخيار بنفس الطريقة التي تسعر بها الأوراق المالية الأصيلة، ويقوم مؤشر الخيارات على أساس النظام العشري. إذ كان في نقط المؤشر (Index Points)، تحسب المكافأة لمرتبة عشرية واحدة لعقد الخيار لمؤشر كوالا لمبور المركب (Kuala Lumpur Composite Index Options)، وإذ كان في رينجيت ماليزي لكل حصة، تكون المكافأة في المكان العشري الثاني لعقد الخيار للأسهم (Stock Options). على سبيل المثال، في عقد الخيار لمؤشر كوالا لمبور المركب، إن المكافأة لـ ٣٥,٤ نقطة هي ٣٥٤ علامة (354 ticks)، يعني ٣٥,٤ × ١٠ = ٣٥٤، ويكون التقلب الأدنى لعلامة واحدة هو ٠,١ نقطة. وتكون المكافأة الكلية هي ٣،٥٤٠ رينجيت ماليزي (RM 3,540)، يعني ٣٥,٤ × ١٠٠ = ٣٥٤٠.[1]

المطلب الرابع : عقد الخيار لمؤشر الأسهم

إن عقد الخيار لمؤشر الأسهم هو العقد الذي يعطي الحق أو الالتزام في شراء أو بيع الأصل، وفي هذه الحالة، الأسهم. ويمكن أن يكون عقد الخيار لمؤشر الأسهم كالتداول في محفظة السهم (Share Portfolio) الذي تتعقب سوق السهم ككل. ذلك لأن عقد

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Options, Module 3, Examination Study Guide, opcit, p. 1-8.

الخيار لمؤشر الأسهم يستند إلى الأسهم، وفي حالة عقد الخيار لمؤشر كوالا لمبور المركب، ١٠٠ شركة ماليزية مدرجة في البورصة الماليزية.[١]

ومع ذلك، علينا أن نلاحظ، إن مؤشر كوالا لمبور المركب مثل العديد من مؤشرات الأسهم، تستثنى حصص الربح أو العائدات (Dividends). هذا يعني إن عقد الخيار في المؤشر ليس بديلا مضبوطا لملكية الأسهم الأصيلة لأن حامل الخيارات لا يستلم العائدات أو حصة الربح أو حقوق التصويت. إن الأمثلة التالية تبين عقد الخيار لمؤشر كوالا لمبور المركب المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة.

- مشتري عقد خيار الشراء : للمشتري الحق في شراء المؤشر عند سعر التنفيذ المعين. إذا ينفذ حقه في شراء مؤشر كوالا لمبور المركب عندما يكون سعر التنفيذ في مستوى ١١٢٠ مثلاً، سيستلم الفرق في النقد بين سعر التنفيذ ومستوى المؤشر الحالي.
- بائع عقد خيار الشراء : إذا نفذ المشتري السابق حقه في شراء المؤشر عندما يكون سعر التنفيذ في مستوى ١١٢٠، على البائع أن يدفع الفرق نقدا بين سعر التنفيذ (١١٢٠) ومستوى المؤشر الحالي.
- مشتري عقد خيار البيع : للمشتري الحق في بيع المؤشر عند سعر التنفيذ المعين. إذ ينفذ حقه في بيع المؤشر عندما يكون سعر التنفيذ في مستوى ١٠٩٥، سيستلم الفرق في النقد بين سعر التنفيذ (١٠٩٥) ومستوى المؤشر الحالي.
- بائع عقد خيار البيع : يمنح المشتري الحق في بيع المؤشر عند سعر التنفيذ المعين. لذلك، إذ ينفذ المشتري السابق حقه في بيع المؤشر عندما يكون سعر التنفيذ في مستوى ١٠٩٥، سيدفع البائع الفرق نقدا بين سعر التنفيذ ومستوى المؤشر الحالي.

---

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Options, Module 3, Examination Study Guide, opcit, p. 1-8.

المطلب الخامس : مواصفات العقد

إن مواصفات عقد الخيار لمؤشر كوالا لمبور المركب كالتالي :

الجدول رقم (٢٤) :

خلاصة مواصفات عقد الخيار لمؤشر كوالا لمبور المركب

زمر العقد	Calls : C OKLI Puts : P OKLI
الأدوات الأصيلة	مؤشر كوالا لمبور المركب (KL CI)
حجم العقد	KLCI × ١٠٠ رينجيت ماليزي (RM 100)
تقلب أدنى في السعر	٠,١ نقطة المؤشر وقيمتها ١٠ رينجيت ماليزي (RM 10)
شهر التعاقد	الشهر الفوري، الشهر القادم، والشهران الفصليان التقويميان القادمان. إن الشهور الفصلية التقويمية هي مارس/آذار، يونيو/حزيران، سبتمبر/أيلول، وديسمبر /كانون الأول.
أوقات التداول	جلسة التداول الأولى : ٨,٤٥ صباحا حتى ١٢,٤٥ ظهرا. (التوقيت المحلي الماليزي) وجلسة التداول الثانية : ٢,٣٠ مساء حتى ٥,١٥ مساء. (التوقيت المحلي الماليزي)
سلسلة عقد الخيار (Option Series)	في بداية التداول اليومي، سيكون هناك على الأقل، سعر التنفيذ عند حق خيار مربح (In-the-money exercise price)، سعر التنفيذ عند حق خيار غير مربح (Out-of-the-money exercise price) وسعر التنفيذ التقريبي عند حق خيار

	المتعادل (Approximate At-the-money exercise price) لكل شهر التعاقد لكلا عقد خيار الشراء وعقد خيار البيع. لن تُقدّم سلسلة عقد الخيار الجديدة إذا تنتهي في أقل من ١٠ أيام عمل قبل تاريخ الانتهاء.
أسلوب التنفيذ	أسلوب التنفيذ الأوروبي. سينفذ عقد الخيار بموجب نظام بيت المقاصة (Rules of Clearing House).
يوم التداول النهائي	يوم العمل الأخير من شهر التعاقد.
التسوية النهائية	التسوية النقدية المستندة على قيمة التسوية النهائية.

المصدر : http://www.mdex.com.my

❖ وقت تنفيذ العقد

سيكون وقت التنفيذ لحق الخيار لمؤشر الأسهم في اليوم الأخير للتداول لأنه الخيار الأوروبي. إذا كان في اليوم الأخير للتداول يكون حق الخيار في حالة حق خيار مربح، ستنفذه البورصة آليا. إذا نحن نكون في الموقف الطويل، هذا يعني بأن بيت المقاصة سيختار عشوائيا عضو التداول الذي يقع في الموقف القصير لسلسلة عقد الخيار. وبعد ذلك، سيسدد العقد نقدا وفقا لقيمة التسوية النهائية.

يبين الجدول والشكل التالي حجم عقود الخيارات المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة من سنة ٢٠٠١ ـ ٢٠٠٥.

الجدول رقم (٢٥) :

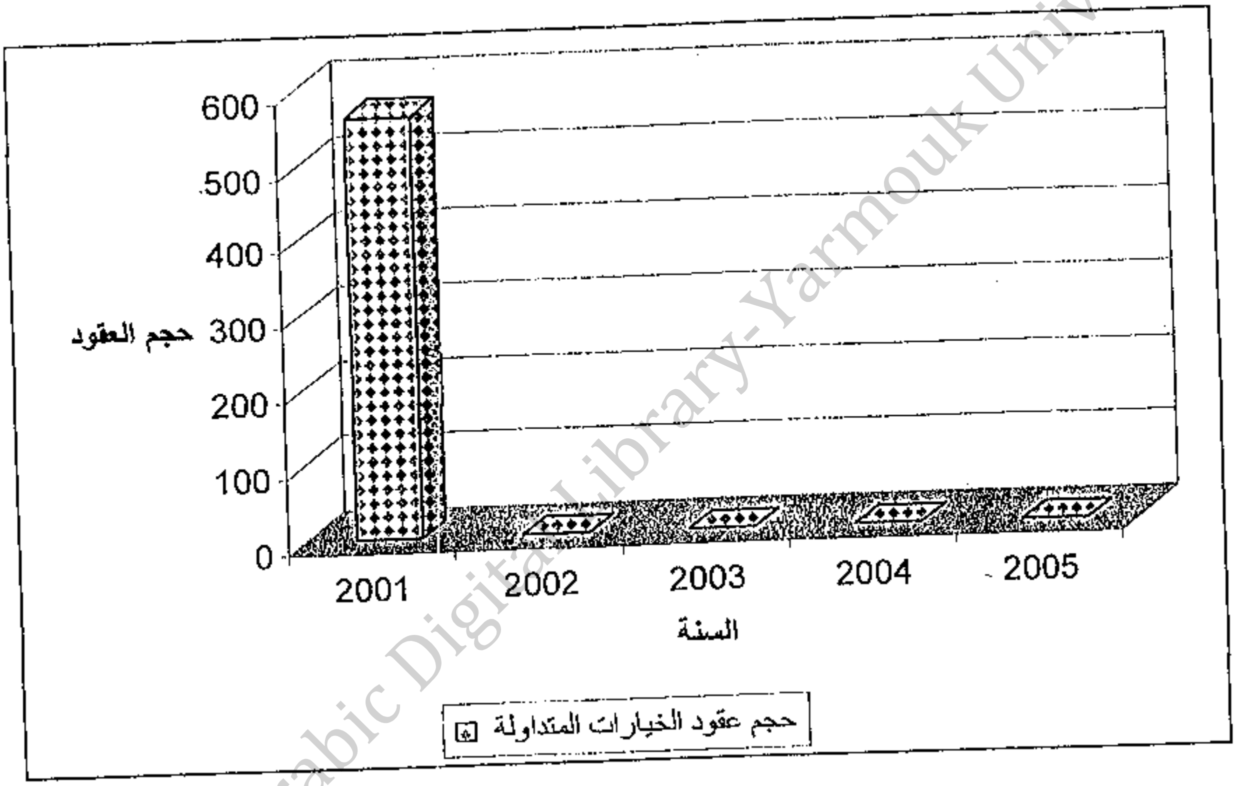
حجم عقود الخيارات المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة من الفترة الزمنية ٢٠٠١ ـ ٢٠٠٥.

السنة	حجم العقود
٢٠٠١	٥٦٤
٢٠٠٢	١
٢٠٠٣	٠
٢٠٠٤	٠
٢٠٠٥	٠

المصدر : التقارير السنوية للبورصة الماليزية المحدودة من الفترة الزمنية ٢٠٠١ ـ ٢٠٠٥.

الشكل رقم (١٥) :

حجم عقود الخيارات المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة من الفترة الزمنية ٢٠٠١ ـ ٢٠٠٥



يظهر لنا من الجدول والشكل السابق بأن حجم عقود الخيارات المتداولة فى سنة ٢٠٠١ هى ٥٦٤ عقد. ولكن في سنة ٢٠٠٢ سجل انخفاض في حجم العقود المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات وهي عقد واحد. واستمر هذا الانخفاض حتى سنة ٢٠٠٥ حيث لا يوجد أي عقود متداولة من سنة ٢٠٠٣ حتى ٢٠٠٥ بسبب تركيز المتعاملين على التداول بعقود المستقبليات الأخرى خاصة عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام وعقود المستقبليات لمؤشر كوالا لمبور المركب.(١)

---

(١) انظر : التقارير السنوية للبورصة الماليزية المحدودة للفترة الزمنية ٢٠٠١ ـ ٢٠٠٥.

المبحث الثالث : المتعاملون في عقود الخيارات

إن المتعاملين الرئيسيين للخيارات هم المتعاملون نفسهم في عقود المستقبليات :(1)

١) المتحوطون

بالنسبة للمتحوط، إن الخيارات تحدد سعر الشراء الأقصى أو سعر البيع الأدنى للصفقة المستقبلية بدون إقفال هذا السعر. إذا كان السعر السوقي أفضل في وقت التعاقد، يمكن للمتحوطين أن يأخذوا فائدة كاملة منها (بعد خصم كلفة الخيار). إن الخيارات هي أداة مفيدة للمتحوطين، يسمح لهم بأن يعرفوا مقدما، السعر الذي به يشترون أو يبيعون (أو سعر الفائدة الذي به سيستعيرون أو يعيرون). هذا يسمح للمتحوطين لتخطيط التكاليف المعروفة والعائدات ولوضع ميزانيتهم المالية على وضع مالي صحيح.

٢) المضاربون

يتعامل المضاربون مع التغييرات في مستويات السعر المتوقع (المكافأة) بمرور الوقت، وهم لا يمتلكون عادة أو يستعملون الأداة الأصيلة. وهدفهم من الصفقة تحقيق الأرباح العالية وقد يرغبون في تحمل المخاطرة التي لا يرغب المتحوطون في تحملها. يربح المضاربون بشراء الخيارات بقيمة المكافأة المنخفضة وبيبيعهم بقيمة المكافأة العالية. إن الفائدة من شراء الخيارات للمضاربين بأنهم يعرفون قبل التداول، الكمية الأعلى التي يمكن أن يخسروا، وهي ليست بأكثر من قيمة مكافأة الخيار.

---

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Options, Module 3, Examination Study Guide, opcit, p. 1-23. Look also Eddy Ong, Options, p. 15.

٣) المتعاملون في المراجحة

هؤلاء المتعاملون هم الجزء المهم لسوق الخيارات. فهم القادرون على تحقيق الربح من التشويهات أو التضاربات المؤقتة في مكافأة الخيار. مثل المضاربين، وهم يلعبون دورا مهما في سوق الخيارات بتزويد السيولة وبضمان تقارب السعر.

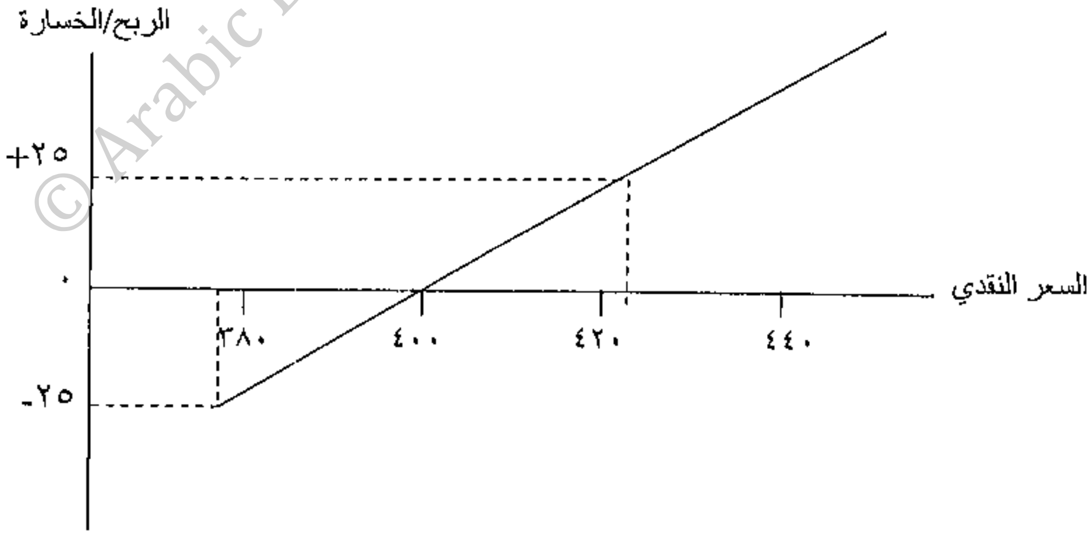
وبالنسبة للوسطاء وأعضاء البورصة، هم نفس الوسطاء ونفس أعضاء البورصة كما في سوق المستقبليات.

المبحث الرابع : الرسم البياني للربح والخسارة للأدوات النقدية (Pay-off Diagram for Cash Instruments)[1]

إن الشكل التالي يبين الموقف الطويل في سوق النقد. نفترض بأننا نشتري سهم شركة ABC عندما يكون سعر السهم ٤ رينجيت ماليزي (RM 4)، لذلك نقع في الموقف الطويل للسهم (Long Stock). كما يبين في الشكل التالي، إذا يبقى سعر السهم في ٤ رينجيت ماليزي (RM 4) ليس هناك ربح أو خسارة. ولكن إذا ارتفع سعر السهم إلى ٤,٢٥ رينجيت ماليزي (RM 4.25)، هناك الربح ٢٥ سنت (25 sen). على العكس،إذا انخفض السعر إلى ٣,٧٥ رينجيت ماليزي (RM 3.75)، إن الخسارة في هذه الحالة هي ٢٥ سنت (25 sen).

الشكل رقم (١٦) :

الموقف الطويل في السهم (السعر في سنت (sen))

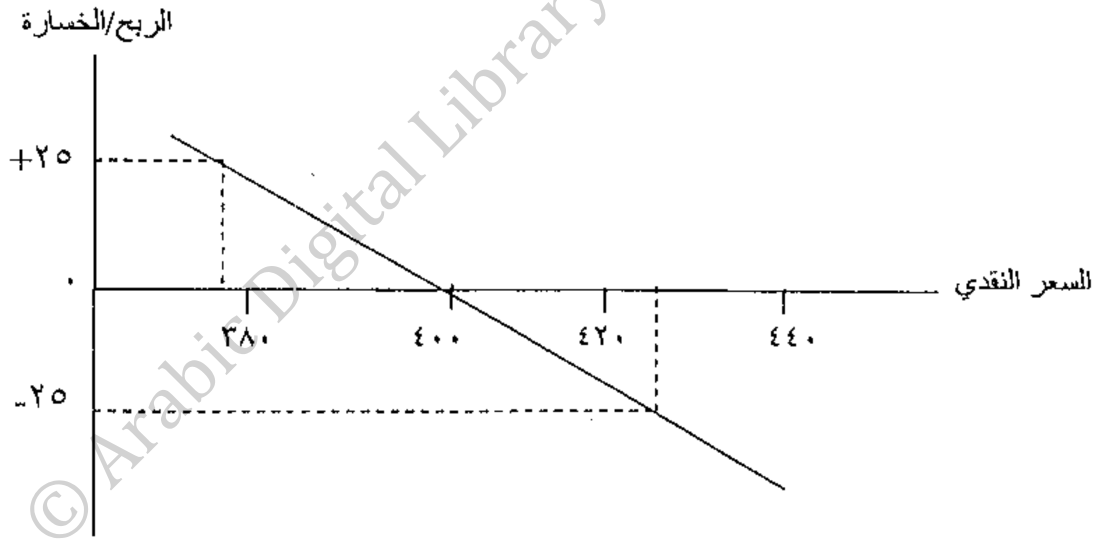


(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Options, Module 3, Examination Study Guide, opcit, p. 2-1 – 2-2.. Look also Eddy Ong, Options, p. 20-21. Look also Jay Baker, Option Terminology and Expiration Payoff Diagrams, Financial Derivatives and Risk Management Workshop, Kuala Lumpur, 10-13 October 1995. Organised by Securities Commission of Malaysia, p. 6-7.

ويبين الشكل التالي الموقف القصير في سوق النقد. نفترض بأننا نبيع سهم ABC عندما يكون سعر السهم ٤ رينجيت ماليزي (RM 4)، لذلك نقع في الموقف القصير في السوق. إذ ينخفض السعر إلى ٣,٧٥ رينجيت ماليزي (RM 3.75)، نحقق ربح ٢٥ سنت (25 sen)، لأننا نحصل على الحق في بيع السهم عند السعر RM 4. على العكس، سنحقق الخسارة إذا ارتفع السعر أعلى من RM 4.

الشكل رقم (١٧) :

الموقف القصير في السهم (السعر في سنت (sen))



المبحث الخامس : الرسم البياني للربح والخسارة في الخيارات (Pay-off Diagrams for Options)

كوسائل توضيح بشكل تخطيطي لتأثير حركة السوق على قيمة الخيار في الانتهاء، طوّرت أداة معروفة بالرسم البياني للربح والخسارة (Pay-off diagram). وفي الأمثلة التالية، سنستخدم هذا الرسم البياني لنبين الربح أو الخسارة الفعّالة في وقت انتهاء الخيار في خيارات البيع والشراء.[1] وذلك من خلال المطالب التالية.

المطلب الأول : مشتري حق الخيار

نفترض، يتوقع المضارب بأن مؤشر كوالا لمبور المركب سوف يرتفع. لذلك يتمنى أن يتاجر بناء على هذا التوقع بدون شراء الأسهم، فهناك إمكانيتان :

أ) في سوق المستقبليات، يمكن أن يشتري المتعامل عقود المستقبليات لمؤشر كوالا لمبور المركب، وعليه أن يدفع الهامش المبدئي (Initial Margin)، على سبيل المثال، ٨،٠٠٠ رينجيت ماليزي (RM 8,000) وعليه أيضا أن يدفع أي خسائر في السوق، يعني أن يدفع هامش التغير (Variation margin). إن الخسائر غير محدودة وليس هناك طريق لمعرفة الخسارة غير المتوقعة نتيجة لحركات السوق.

---

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Options, Module 3, Examination Study Guide, opcit, p. 1-18 – 1-22. Look also Steven Lai, Futures and Options, opcit, p. 15-16 and look also Hamzah Mahmood, Futures and Options, opcit, p. 25-33 and look also Eddy Ong, Options, opcit, p. 22-28.

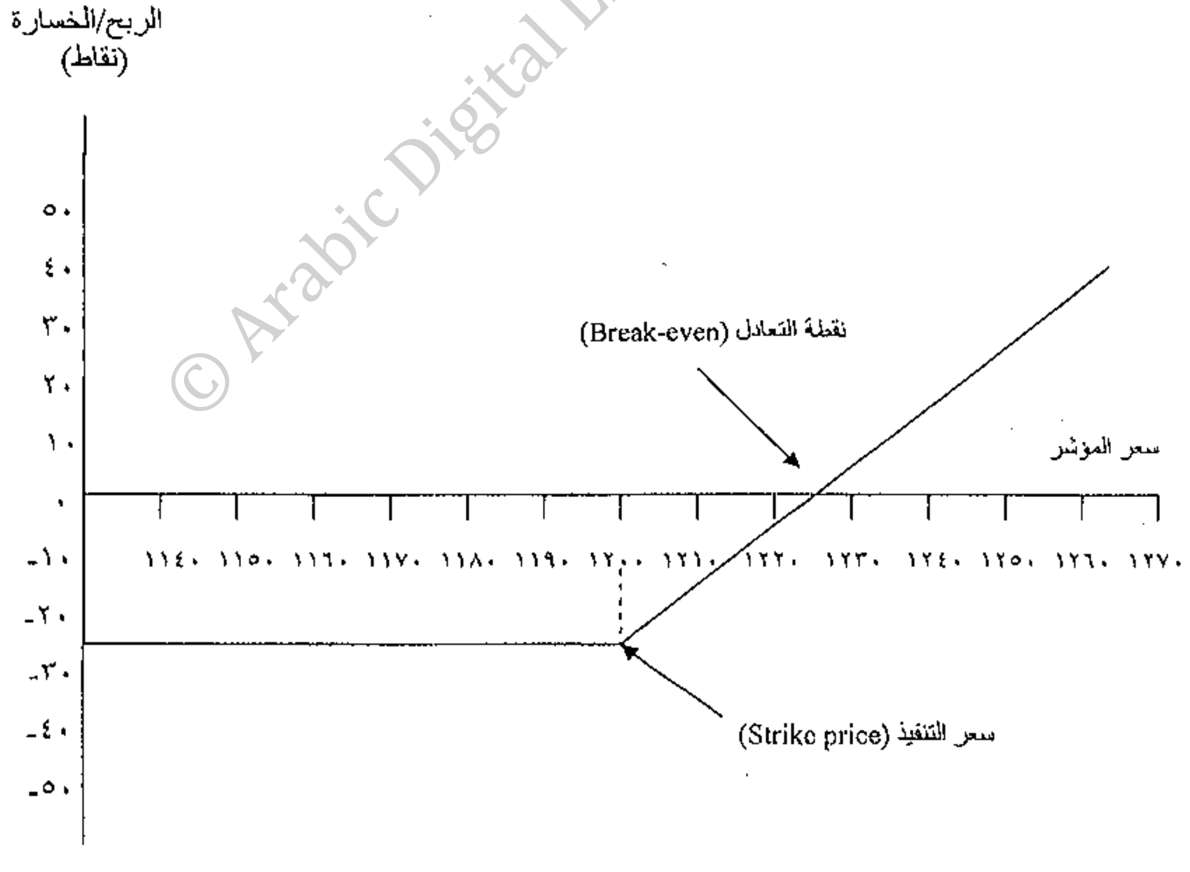
ب) والبديل الآخر، نستخدم عقد الخيار لمؤشر. وعلى المشتري الحق في شراء المؤشر في أي وقت قبل انتهاء عقد الخيار.

❖ الموقف الطويل في خيار الشراء (Long Call)

إن الشكل التالي يبين الموقف الطويل في خيار الشراء (Long Call).

الشكل رقم (١٨) :

الموقف الطويل في خيار الشراء لمؤشر كوالا لمبور المركب لشهر سبتمبر/أيلول مع سعر التنفيذ نقطة ١٢٠٠ و المكافأة ٢٥,٠ نقطة (٢،٥٠٠ رينجبت ماليزي – RM 2,500).



إن المحور الأفقي، من اليسار إلى اليمين يدل مستوى مؤشر كوالا لمبور المركب (KLCI) على انتهاء الخيار والمحور العمودي يدل على الربح أو الخسارة الناجمة عن الحركات في المؤشر في أي مستوى كما يوجد في الشكل السابق. سنلاحظ، إذا تنتهي KLCI في مستوى ١٢٠٠ أو تحت ١٢٠٠، سيكون هناك خسارة ٢٥ نقطة التي تساوي ٢،٥٠٠ رينجيت ماليزي (RM 2,500)، يعني قيمة المكافأة الكاملة.

إن نقطة التعادل (Break-even point) هي الحالة التي لا تكون فيها ربح أو خسارة، هي في مستوى ١٢٢٥، تساوي سعر التنفيذ ١٢٠٠ زائد المكافأة ٢٥ نقطة. إذا يتاجر المؤشر عند الانتهاء في نقطة بين ١٢٠٠ و١٢٢٥، يستطيع مشتري الخيار استرداد جزء من قيمة المكافأة بتنفيذ الخيار. إذا كان المؤشر فوق ١٢٢٥ في هذا الوقت، سيكون هناك علاقة خطية بين المؤشر وربح الخيار. إذا ينقل المستوى إلى ١٢٤٠ في تاريخ انتهاء الخيار، سيكون الربح ١،٥٠٠ رينجيت ماليزي ((١٢٤٠ – ١٢٢٠) – ٢٥ (المكافأة) × RM 100 = RM 1,500).

يبين الشكل السابق مبدأ الخسارة المحدودة وهي ميزة رئيسية في الخيارات. ستكون الخسارة في قيمة المكافأة ٢،٥٠٠ رينجيت ماليزي (RM 2,500)، ولن تزيد هذه الخسارة بأي حال عن قيمة المكافأة ولو انخفض المؤشر تحت ١٢٠٠ نقطة. هناك نقطتان للملاحظة حول هذا الرسم البياني :

١) هذا الرسم البياني يمثل الموقف الطويل في عقد الخيار – وهو من وجهة نظر مشتري حق الخيار، وليس بائع حق الخيار.

٢) يمثل هذا الرسم البياني فقط الربح أو الخسارة الفعالة في وقت انتهاء الخيار. ذلك لأن الخيار قبل هذا التاريخ سيكون عنده القيمة الزمنية المتضائلة بشكل تدريجي، ولو كان مستوى المؤشر يبقى ثابتا، ستنقص قيمة (المكافأة) الخيار ببطء في بداية الأمر وبأكثر سرعة عندما يقترب وقت الانتهاء. يبين الرسم البياني فقط القيمة الذاتية لأن ليس هناك قيمة زمنية في وقت الانتهاء.

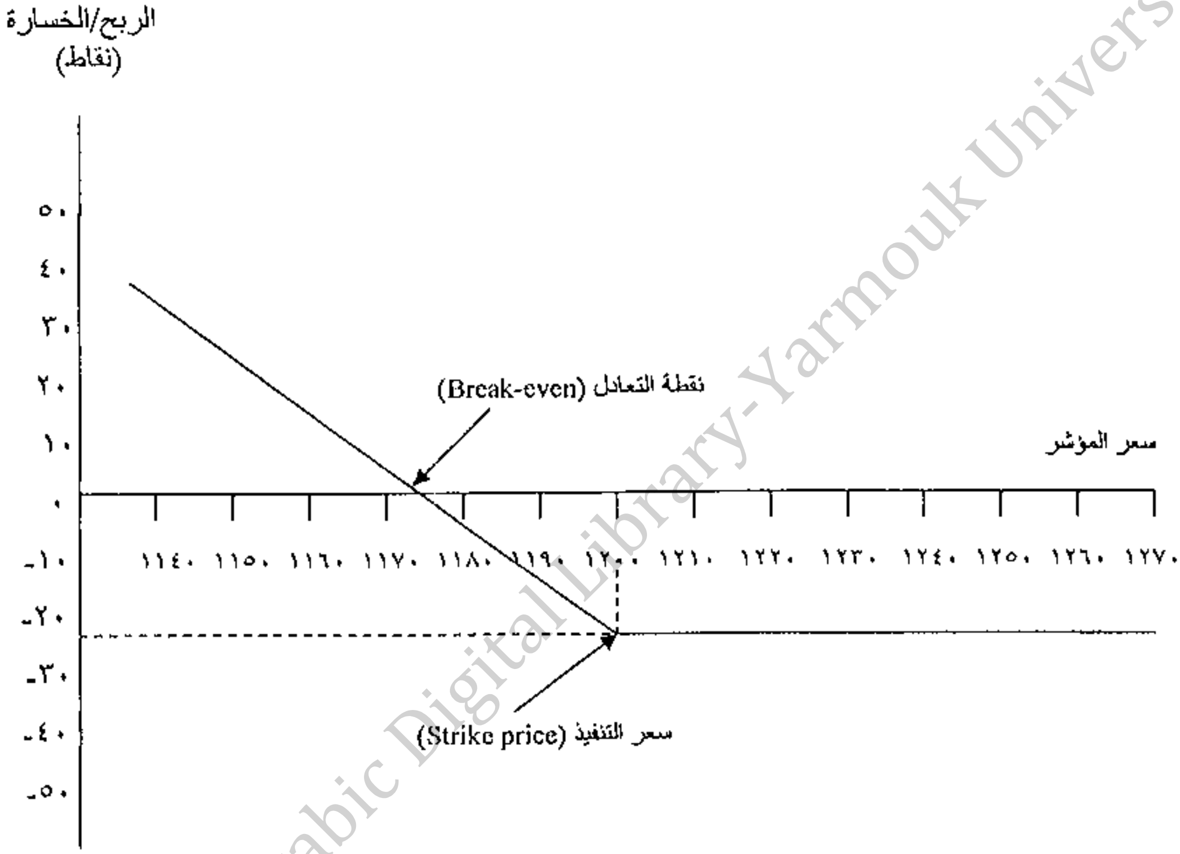
❖ الموقف الطويل في خيار البيع (Long Put)

يتوقع المتاجر بأن سوق الأسهم ستنخفض، وهو شيء محتمل لتحقيق الربح في هذه الحالة بشراء حق خيار البيع. على سبيل المثال، نفترض إن المتاجر يعتقد بأن مؤشر كوالا لمبور المركب (KLCI) سوف ينخفض. افترض في آخر أغسطس/آب، إن KLCI في مستوى ١٢٠٠ والمتاجر يمكن أن يشتري حق خيار البيع لشهر سبتمبر/أيلول في سعر التنفيذ ١٢٠٠ نقطة.

إن قيمة المكافأة ُتحتمل أن تكون في حوالي ٢٥ نقطة، وهي تساوي ٢،٥٠٠ رينحيت ماليزي (RM 2,500) تقريبا (٢٥ × RM 100). نفترض بعد أسبوعين سقوطها إلى مستوى ١١٨٠. والآن، للخيار القيمة الذاتية ٢٠ نقطة (١٢٠٠- ١١٨٠). إن الشكل التالي يبين هذه الحالة. وهذه الحالة هي الموقع المعاكس عن الحالة التي تبين في الشكل السابق. إذا كان المؤشر في وقت الانتهاء يتاجر في مستوى ١٢٠٠ أو فوق ١٢٠٠، ستكون هناك الخسارة ٢٥٠٠ رينجيت ماليزي (RM 2,500) (المكافأة الكاملة). إن نقطة التعادل هي ١١٧٥، تساوي سعر التنفيذ ناقص المكافأة (١١٢٠ – ٢٥ = ١١٧٥). إذا كان المؤشر في مستوى أقل من ١١٧٥ في وقت الانتهاء، ستكون هناك علاقة خطية بين مستوى المؤشر والربح.

الشكل رقم (١٩) :

الموقف الطويل في خيار البيع لمؤشر كوالا لمبور المركب لشهر سبتمبر/أيلول مع سعر التنفيذ ١٢٠٠ نقطة و المكافأة ٢٥,٠ نقطة (٢،٥٠٠ رينجبت ماليزي – RM 2,500).



المطلب الثاني : محرر حق الخيار

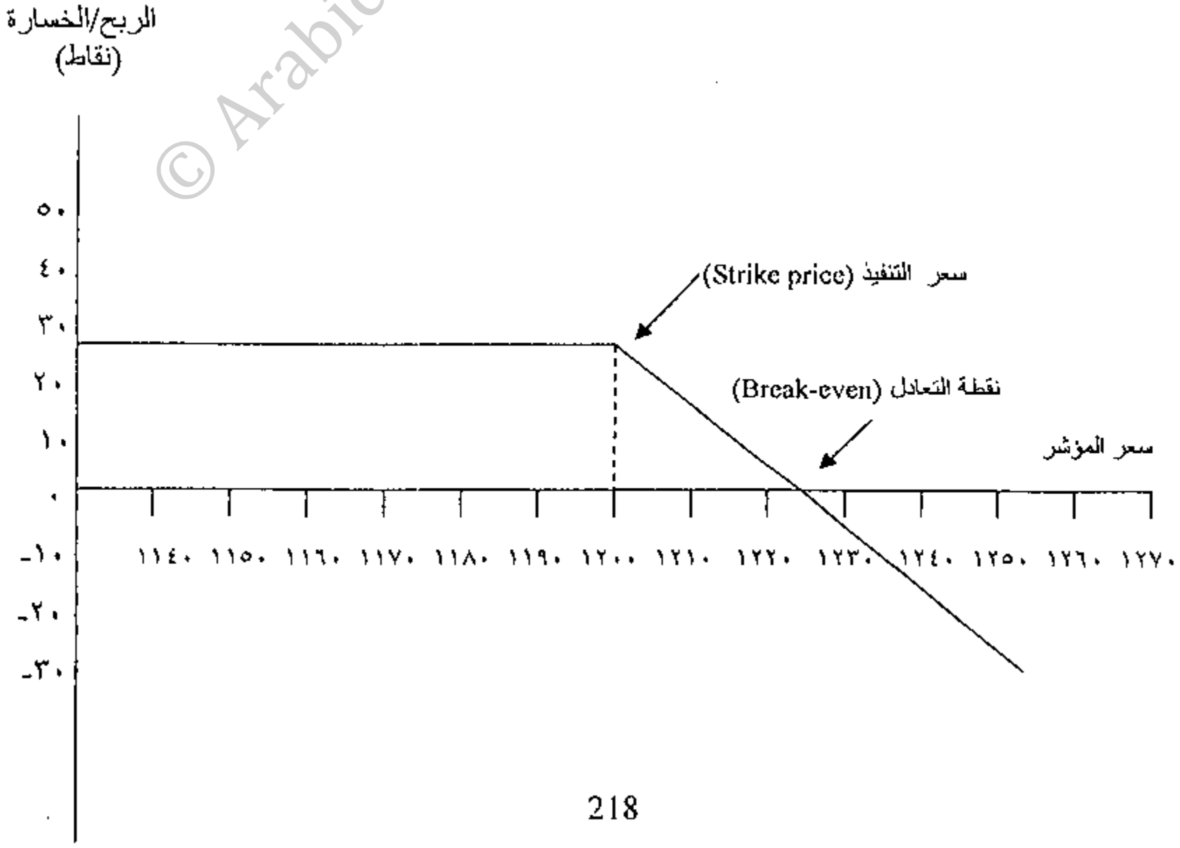
نلاحظ سابقا، بأن مشتري الخيار يتعرض لمخاطر محدودة ويكون الربح غير محدود. وعلى العكس، سيحقق محرر حق الخيار الربح المحدود ويتعرض للخسارة غير المحدودة. ويمكن أن ننظر هذه الحالة في النقطة التالية.

الموقف القصير في خيار الشراء (Short Call)

أن الشكل التالي يبين الربح الذي يحققه محرر حق الخيار في عقد خيار الشراء لمؤشر كوالا لمبور المركب لشهر سبتمبر/أيلول المتداول في نقطة ١٢٠٠ مع المكافأة ٢٥,٠ نقطة (٢،٥٠٠ رينجبت ماليزي – RM 2,500).

الشكل رقم (٢٠) :

الموقف القصير في خيار الشراء لمؤشر كوالا لمبور المركب لشهر سبتمبر/أيلول مع سعر التنفيذ ١٢٠٠ نقطة والمكافأة ٢٥,٠ نقطة (٢،٥٠٠ رينجبت ماليزي – RM 2,500).



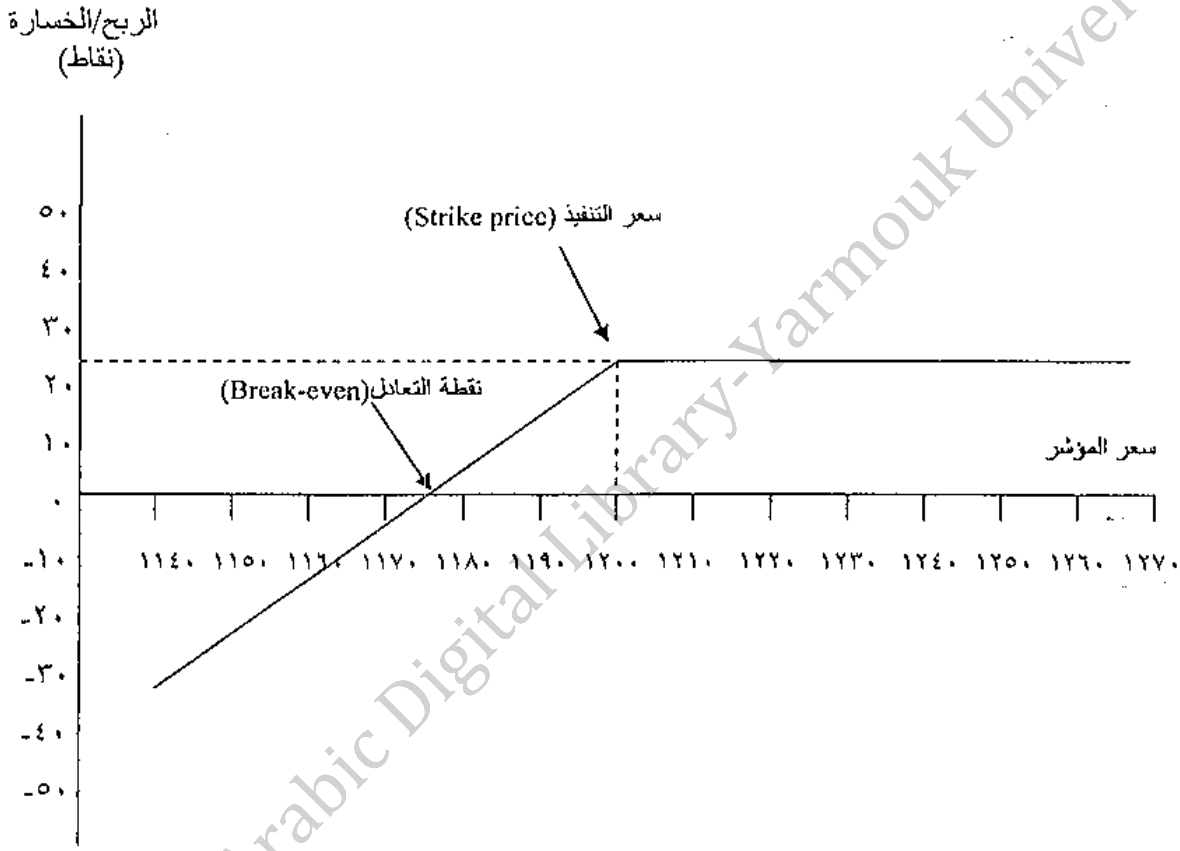
إن هذه الحالة هي الحالة العكسية لموقع مشتري الخيار. إذا يكون المؤشر تحت ١٢٠٠ نقطة في وقت الانتهاء، سيحقق محرر الخيار المكافأة الكاملة وهي ٢٥ نقطة أو ٢،٥٠٠ رينجيت ماليزي (RM 2,500) ولن يزيد هذا الربح بأي حال عن قيمة المكافأة. مثل مشتري الخيار، إن نقطة التعادل هي ١٢٢٥ (١٢٠٠ + ٢٥) وفي هذا المستوى، المكافأة التي يكسبها المحرر ستوازن بالضبط بالخسارة في موقع الخيار. على خلاف مشتري الخيار، لمحرر الخيار الالتزام في بيع الأصل إلى مشتري الخيار الذي ينفذه. لهذا السبب، مطلوب من محرر الخيار دفع الهوامش على الخيار الذي يباع إذا تحرك السوق ضده.

❖ الموقف القصير في خيار البيع (Short Put)

يبين الشكل التالي إن الخسارة غير محدودة إذا انخفض المؤشر وسيكون الربح محدود في مكافأة الخيار ويبين الموقف القصير في خيار البيع لمؤشر كوالا لمبور المركب لشهر سبتمبر/أيلول المتداول في نقطة ١٢٠٠ مع المكافأة ٢٥،٠ نقطة (٢،٥٠٠ رينجيت ماليزي – RM 2,500)

الشكل رقم (٢١) :

الموقف القصير في خيار البيع لمؤشر كوالا لمبور المركب لشهر سبتمبر/أيلول مع سعر التنفيذ ١٢٠٠ نقطة والمكافأة ٢٥,٠ نقطة (٢،٥٠٠ رينجبت ماليزي – RM 2,500)



في هذا المثال، سيستلم محرر الخيار المكافأة الكاملة إذا كان المؤشر في مستوى ١٢٠٠ (سعر التنفيذ) أو فوق هذا المستوى. ولكن إذا سقط المؤشر، هناك علاقة خطية بين المؤشر والخسارة. ونقطة التعادل هي ١١٧٥ (١٢٠٠ – ٢٥) حيث توازن الخسارة بالضبط بالمكافأة التي يكسبها المحرر. علينا أن نلاحظ، إن محرر الخيار في الموقف القصير سواء في خيار الشراء أو خيار البيع، له المخاطرة غير المحدودة والربح المحدود. ولن يزيد الربح الذي يمكن أن يحققه المحرر بأي حال عن قيمة المكافأة.

المطلب الثالث : جمع بين الرسم البياني للربح والخسارة (Combining Pay-off Diagrams)

يمكن أن يكون هناك الجمع بين الرسم البياني، يعني الرسم البياني للربح والخسارة في الموقف الطويل مع الرسم البياني للربح والخسارة في الموقف القصير في بناء الإستراتيجيات الأكثر تعقيدا. دعنا نفترض : (١)

- الإستراتيجية (١) : نشتري حق خيار الشراء على سهم ABC بسعر التنفيذ ٤ رينجيت ماليزي (RM 4) والمكافأة ٢٠ سنت (20 sen). (*)
- الإستراتيجية (٢) : نشتري حق خيار البيع بسعر التنفيذ ٤ رينجيت (RM 4) والمكافأة ٣٠ سنت (30 sen).

بافتراضية انتهاء هذان الخياران في نفس الوقت، يبين الجدول التالي الربح أو الخسارة في هذه الإستراتيجيات. يمثل الشكل رقم (٢٢) الإستراتيجية (١) ويمثل الشكل رقم (٢٣) الإستراتيجية (٢).

---

(1) Refer : Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Options, Module 3, Examination Study Guide, opcit, p. 2-4 – 2-5.

(*) سنت (sen) هو الجزء الصغير في العملة الماليزية مثل "قروش" في العملة الأردنية.

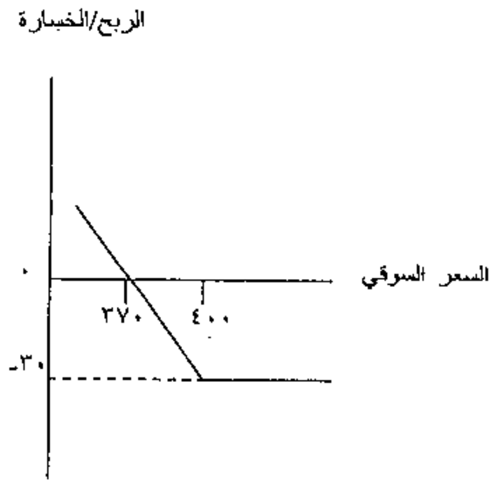
الجدول رقم (٢٦) :

الربح أو الخسارة إذا جمع الإستراتيجية (١) و الإستراتيجية (٢)

السعر السوقي للأسهم	٣,٢٠	٣,٤٠	٣,٦٠	٣,٨٠	٤,٠٠	٤,٢٠	٤,٤٠	٤,٦٠	٤,٨٠
الربح/ الخسارة في الإستراتيجية (١)	-٠,٢٠	-٠,٢٠	-٠,٢٠	-٠,٢٠	-٠;٢٠	٠	+٠,٢٠	+٠,٤٠	+٠,٦٠
الربح/ الخسارة في الإستراتيجية (٢)	+٠,٥٠	+٠,٣٠	+٠,١٠	-٠,١٠	-٠,٣٠	-٠,٣٠	-٠,٣٠	-٠,٣٠	-٠,٣٠
جمع بين الإستراتيجية (١) + (٢)	+٠,٣٠	+٠,١٠	-٠,١٠	-٠,٣٠	-٠,٥٠	-٠,٣٠	-٠,١٠	+٠,١٠	+٠,٣٠

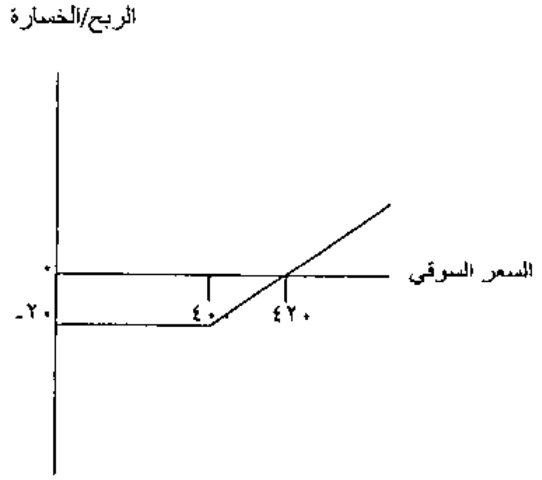
الشكل رقم (٢٣) :

حق خيار البيع بسعر التنفيذ ٤ رينجيت (RM 4) والمكافأة ٣٠ سنت (30 sen)



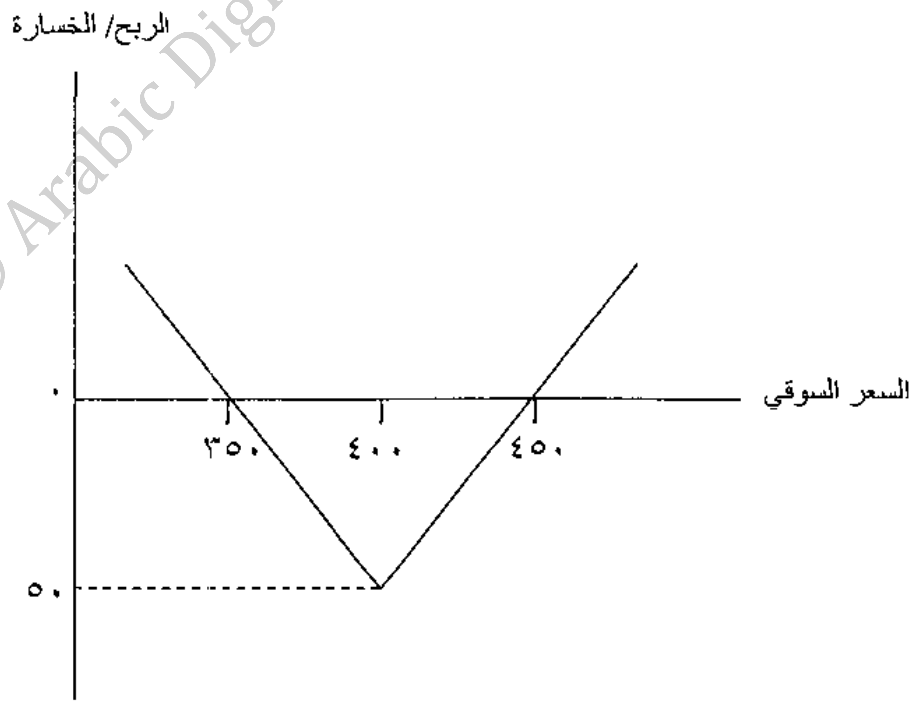
الشكل رقم (٢٢) :

حق خيار الشراء على سهم ABC بسعر التنفيذ ٤ رينجيت ماليزي (RM 4) والمكافأة ٢٠ سنت (20 sen)



يظهر لنا من الحالة السابقة، بأننا نشتري عقدي حق الخيار (حق خيار الشراء وحق خيار البيع). وهذه الإستراتيجية تجمع بين الخيارين وهي تسمى بالخيارات المركبة. يبين السطر الأخير في الجدول السابق، الربح والخسارة في وقت انتهاء الخيار ويمثل المحور العمودي في الشكل السابق هذا الربح والخسارة. ويبين الشكل التالي نتيجة جمع هاتين الإستراتيجيتين وتسمى هذه الإستراتيجية المركبة بـ Bought Straddle. وفي هذه الحالة، يحقق المتاجر الربح في وقت الانتهاء عندما يكون السعر السوقي أقل من ٣,٥٠ رينجيت ماليزي (RM 3.50) أو أعلى من ٤,٥٠ رينجيت ماليزي (RM 4.50). وتكون هناك الخسارة بين هذه النقطتين (يعني بين RM 3.50 وRM 4.50) والحد الأعلى في الخسارة هو ٥٠ سنت (RM 0.50) عندما يكون السعر السوقي RM 4.00.

الشكل رقم (٢٤) :
الإستراتيجية المركبة (السعر في سنت (sen))



والشكل السابق يبين أيضا بعض المبادئ المهمة المتعلقة بالربح والخسارة في الخيارات، وهي تبين في الجدول التالي :

الجدول رقم (٢٧) :

طريقة حساب الربح والخسارة في موقف الطويل في خيار الشراء

حساب الربح/ الخسارة في موقف الطويل في خيار الشراء	
إذا كان السعر السوقي > سعر التنفيذ : الربح = السعر السوقي – سعر التنفيذ – المكافأة	إذا كان السعر السوقي ≥ سعر التنفيذ : الخسارة = المكافأة

الجدول رقم (٢٨) :

طريقة حساب الربح والخسارة في موقف الطويل في خيار البيع

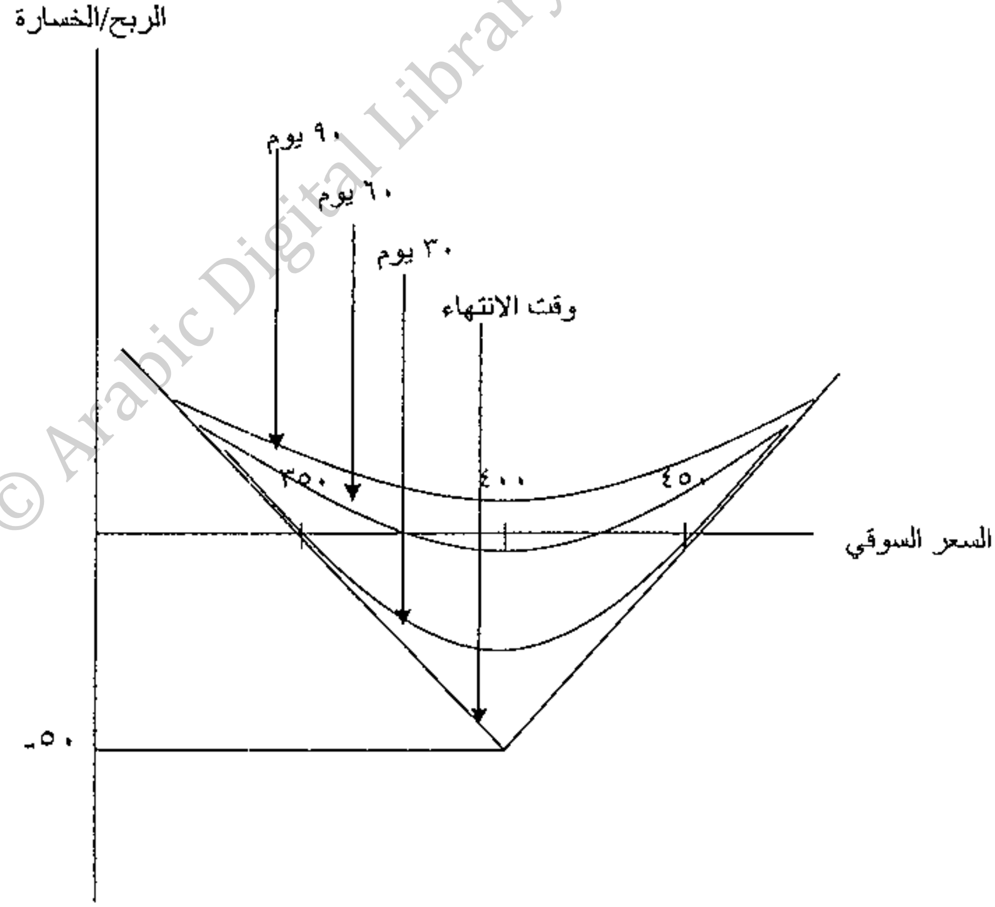
حساب الربح/الخسارة في موقف الطويل في خيار البيع	
إذا كان السعر السوقي ≤ سعر التنفيذ : الخسارة = المكافأة	إذا كان السعر السوقي < سعر التنفيذ : الربح = سعر التنفيذ – السعر السوقي - المكافأة

❖ انهيار الوقت (Time Decay)

تبين الأشكال السابقة بأن الربح أو الخسارة التي سيحققها المتاجر في وقت انتهاء الخيار هو الربح أو الخسارة الثابتة. إن الحالة التي تكون قبل انتهاء الخيار هي الحالة المختلفة لأن قيمة المكافأة تزول تدريجيا مع مرور الوقت.[1] يبين الشكل التالي هذه الحالة. إذ تتحرك السوق بشكل ملحوظ بعد إتمام الإستراتيجية في straddle، يمكن أن يكون هناك الربح في نقطة أعلى من ٣٥٠ وأقل من ٤٥٠ لأن القيمة الزمنية لا تزال متوفرة عندما تكون الخيارات مباعة في السوق. إن تأثير انهيار القيمة الزمنية يبين في الشكل التالي.

الشكل رقم (٢٥) :

الرسم البياني الذي يبين الربح في وقت الانتهاء والربح قبل وقت الانتهاء (السعر في سنت (sen))



---

(1) Eddy Ong, Options, opcit, p. 45. Look also Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Options, Module 3, Examination Study Guide, opcit, p. 2-8.

نلاحظ، إن الرسم البياني ليس مفيد للإستراتيجيات التي تتضمن أكثر من تاريخ انتهاء واحد. ويمكن أن يؤسس الرسم البياني للربح أو الخسارة باستعمال آليات تسعير أكثر تطوّراً لأي نقطة مُعطية في الوقت قبل الانتهاء، لكنها تقديرات فقط.

المبحث السادس : الاستراتيجيات في الخيارات

لا شك أن عقود الخيار لم تستحدث كأدوات في سوق المال بغرض إتاحة الفرصة للمستثمرين لتحقيق الأرباح فقط، ولكن أيضا وهو الأهم تجنيب هؤلاء المستثمرين مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية التي يحوزونها أو التي يزمعون التعامل بها في المستقبل. لذلك فقد لجأ المستثمرون إلى استخدام استراتيجيات مختلفة منها ما يهدف إلى الحد من المخاطر وذلك باتخاذ المستثمر موقف قصير الأجل من حقوق الخيار وموقف طويل الأجل بالنسبة للأوراق المالية "الأسهم" أو العكس. وسوف تعرض الدراسة لأهم الاستراتيجيات المستخدمة في حقوق الخيار ومتى نستخدم هذه الاستراتيجيات في هذا المبحث.

المطلب الأول : الإستراتيجيات الأساسية

كما يبين سابقا، هناك أربع إستراتيجيات أساسية في الخيارات وهي، الموقف الطويل في خيار الشراء (Long Call) ، الموقف الطويل في خيار البيع (Long Put)، الموقف القصير في خيار الشراء (Short Call) والموقف القصير في خيار البيع (Short Put).(١)

---

(1) Hamzah Mahmood, Understanding Futures and Options : Trading in Malaysian Derivatives, opcit, p. 18-23. Refer also Jay Baker, Option Terminology and Expiration Payoff Diagrams, opcit, p. 7-10 and refer also Securities Commission of Malaysia,

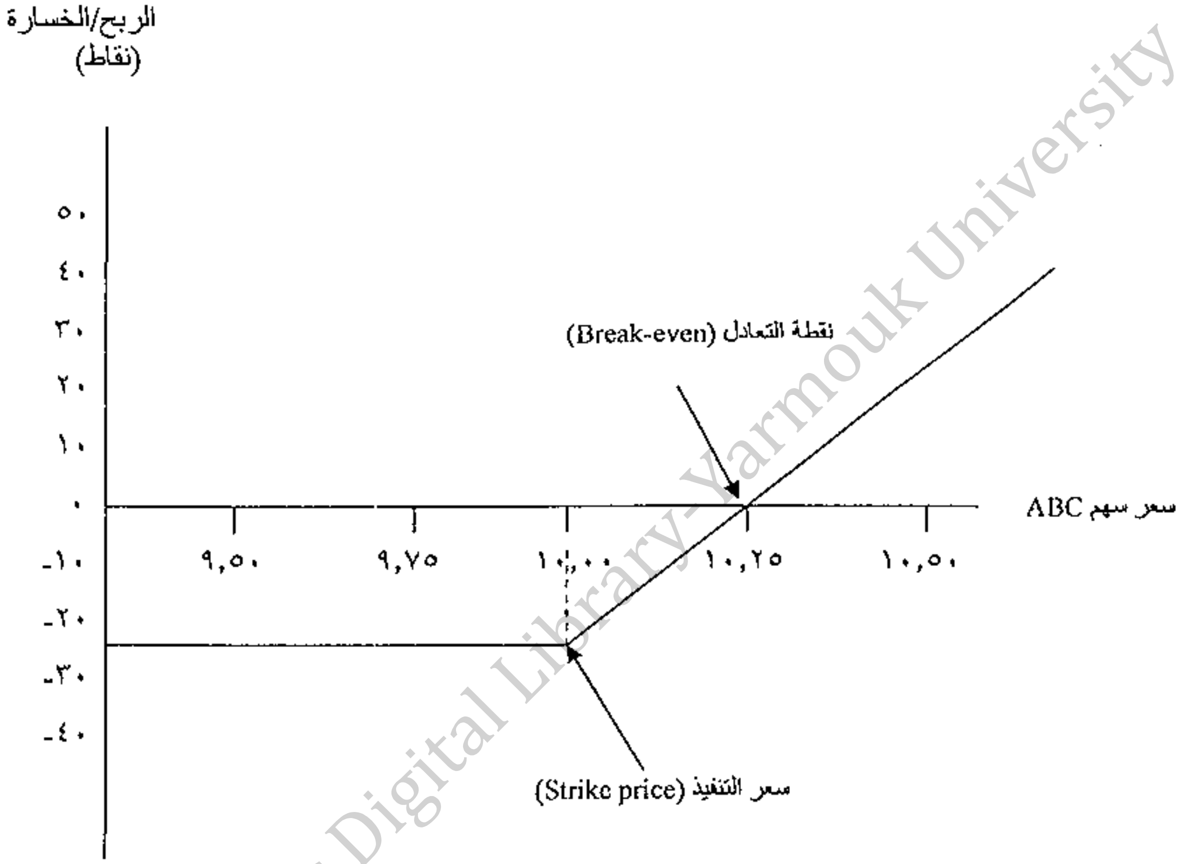
الفرع الأول : الموقف الطويل في خيار الشراء (Long Call)

إن هذه الإستراتيجية هي إحدى الإستراتيجيات البسيطة في الخيارات ولكنها الإستراتيجية الأكثر شعبية مقارنة بالإستراتيجيات الأخرى. وتتضمن شراء حق الخيار في التوقع بأن الأسعار سوف ترتفع. لذلك هي الإستراتيجية الصعودية (Bullish Strategy). إذا كان السوق أكثر صعودا سيكون هناك أكثر من حق خيار غير مربح (Out-of-the-money option) الذي سوف نشتري. إن الشكل التالي هو مثال الموقف الطويل في خيار الشراء على سهم شركة ABC مع سعر التنفيذ ١٠ رينجيت ماليزي (RM 10) والمكافأة ٢٥ سنت (25 sen). المحور الأفقي، قراءة من اليسار إلى اليمين يبين سعر سهم ABC في وقت انتهاء الخيار. بينما المحور العمودي يبين الربح أو الخسارة نتيجة من الحركات في سعر السهم. سنلاحظ، إذا كان سعر السهم في وقت الانتهاء ١٠ رينجيت ماليزي (RM 10) أو تحت هذا السعر سيكون هناك خسارة ٢٥ سنت (25 sen) وهي قيمة المكافأة الكاملة.

Malaysian Futures and Options, Options, Module 3, Examination Study Guide, opcit, 2-10 – 2-13.

الشكل رقم (٢٦) :

الموقف الطويل في خيار الشراء لسهم شركة ABC عند سعر التنفيذ ١٠ رينجيت ماليزي و المكافأة ٢٥ سنت (sen)



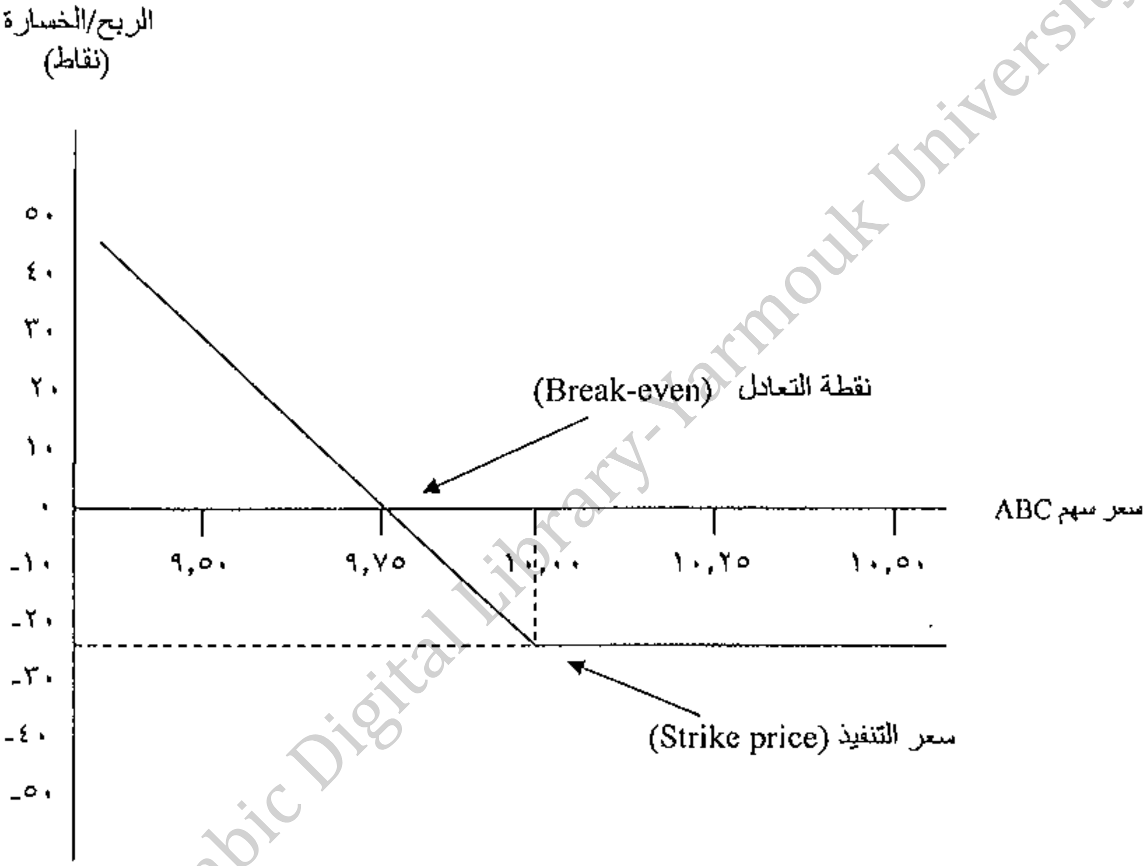
إن نقطة التعادل (الحالة التي لا يوجد بها ربح أو خسارة) هي ١٠,٢٥ رينجيت ماليزي (RM 10.25) وهذا يعني، RM 10.00 (سعر التنفيذ) + 0.25 sen (المكافأة) = RM 10.25. إذا كان في وقت الانتهاء، يتاجر السهم في نقطة بين ١٠,٠٠ و ١٠,٢٥، يمكن لمشتري الخيار استرداد جزء من المكافأة بتنفيذ الخيار. إذا كان سعر السهم فوق RM 10.25 في هذا الوقت، سيكون هناك علاقة خطية بين سعر السهم وربح الخيار. إذا يرتفع سعر السهم إلى RM 10.50 في تاريخ انتهاء الخيار، سيكون الربح 25 sen (الفرق بين سعر التنفيذ (RM 10.00) والسعر الحالي (RM 10.50) ناقص المكافأة 25 sen).

الفرع الثاني : الموقف الطويل في خيار البيع (Long Put)

إذا اعتقد المتاجر بأن السوق سوف ينخفض (يعني في الحالة الهبوطية- Bearish)، يمكن للمتاجر تحقيق الربح من هذه الحالة بشراء خيار البيع. إذا كان السوق في حالة الانخفاض، سيرتفع الربح في هذه الحالة. على العكس، إذا كان السوق في حالة الارتفاع، ستكون الخسارة محدودة في المكافأة. إن الشكل التالي يبين الموقف الطويل في خيار البيع على سهم شركة ABC مع سعر التنفيذ ١٠ رينجيت ماليزي (RM 10) والمكافأة ٢٥ سنت (25 sen). هذه الحالة هي الحالة العكسية عن الحالة السابقة كما بين الشكل السابق. إذا كان سعر السهم ABC ١٠ رينجيت ماليزي (RM 10) أو فوق هذا السعر، ستكون هناك الخسارة في المكافأة الكاملة (25 sen). إن نقطة التعادل هي RM 9.75 (سعر التنفيذ RM 10.00 – المكافأة 0.25 sen = RM 9.75). إذا كان سعر السهم تحت ٩,٧٥ رينجيت ماليزي (RM 9.75) في وقت الانتهاء، ستكون هناك علاقة خطية بين سعر السهم وربح الخيار.

الشكل رقم (٢٧) :

الموقف الطويل في خيار البيع لسهم ABC مع سعر التنفيذ RM 10.00 والمكافأة RM 0.25 .sen



الفرع الثالث : الموقف القصير في خيار الشراء (Short Call)

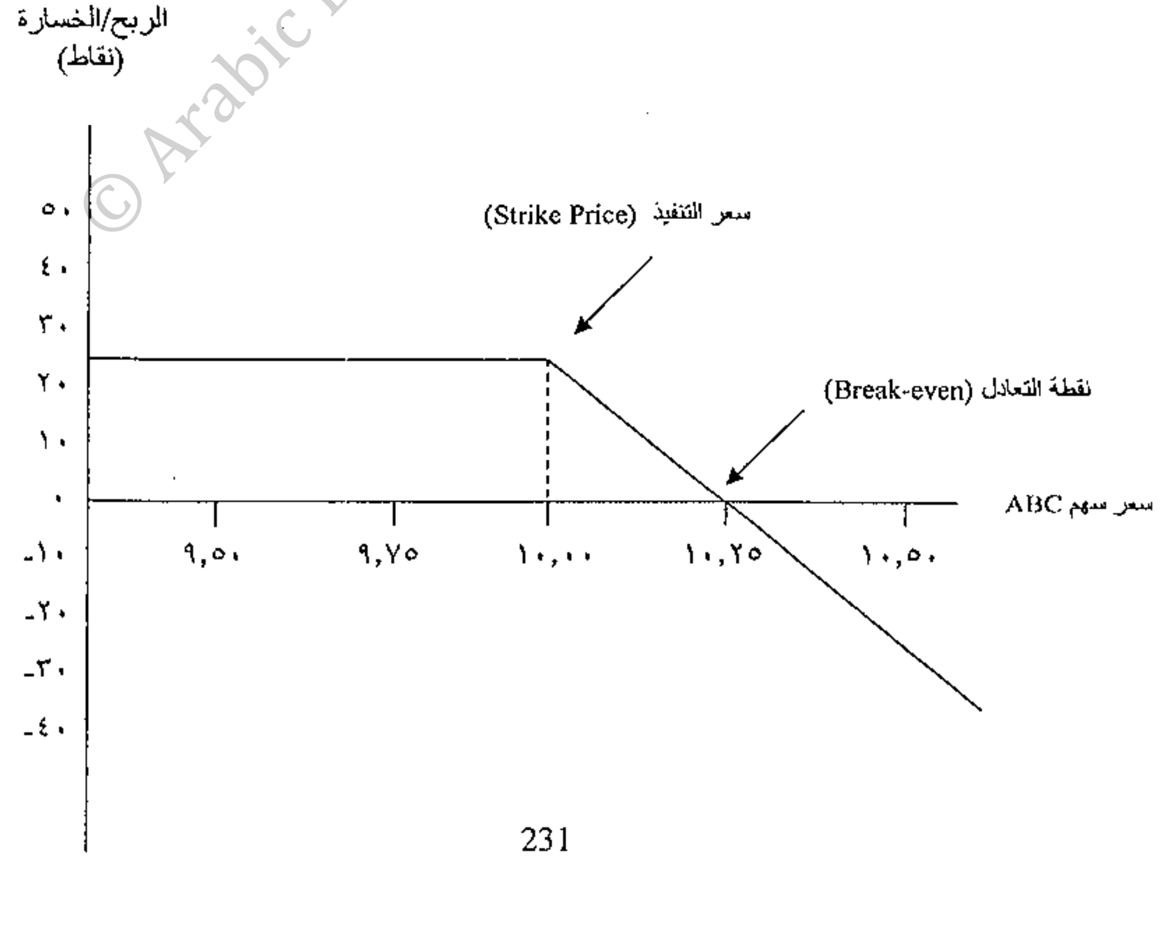
هذا الموقف هو الموقف المعاكس عن الموقف الطويل في خيار الشراء (Long Call). يعتقد المتاجر بأن السوق سوف ينخفض، لذلك يبيع الخيار لتحقيق الربح من مكافأة الخيار. هذا هو أقصى الربح الذي يمكن للمتاجر أن يحققه، بمعنى لن يزيد الربح عن قيمة المكافأة ولكن الخسارة غير محدودة. يبين الشكل التالي الربح الذي يمكن للمحرر

تحقيقه في عقد خيار الشراء لسهم ABC عند سعر التنفيذ RM 10.00 والمكافأة 25 sen. إذا كان سعر السهم تحت ١٠ رينجيت ماليزي (RM 10.00) في وقت الانتهاء، سيكسب المحرر قيمة المكافأة الكاملة 25sen وهذا أقصى ما يمكن للمحرر أن يحققه، بمعنى لن يزيد الربح بأي حال عن قيمة المكافأة.

مثل مشتري حق الخيار، إن نقطة التعادل هي RM 10.25. في هذا السعر، والمكافأة التي كسبها المحرر ستوازن بالخسارة التي يحققها من السهم المباع. فإذا تحركت السوق فوق RM 10.25، هناك علاقة طردية بين الخسارة التي يحققها المحرر وسعر السهم في وقت الانتهاء. على سبيل المثال، إذا كان سعر السهم RM 10.50، إن الخسارة التي سيحققها المحرر هي 25 sen، يعني 50 sen (الخسارة التي يحققها من انخفاض سعر السهم) – 25 sen (المكافأة التي يكسبها) = 25 sen (الخسارة).

الشكل رقم (٢٨) :

الموقف القصير في خيار الشراء لسهم ABC مع سعر التنفيذ RM 10.00 والمكافأة RM 0.25 sen.

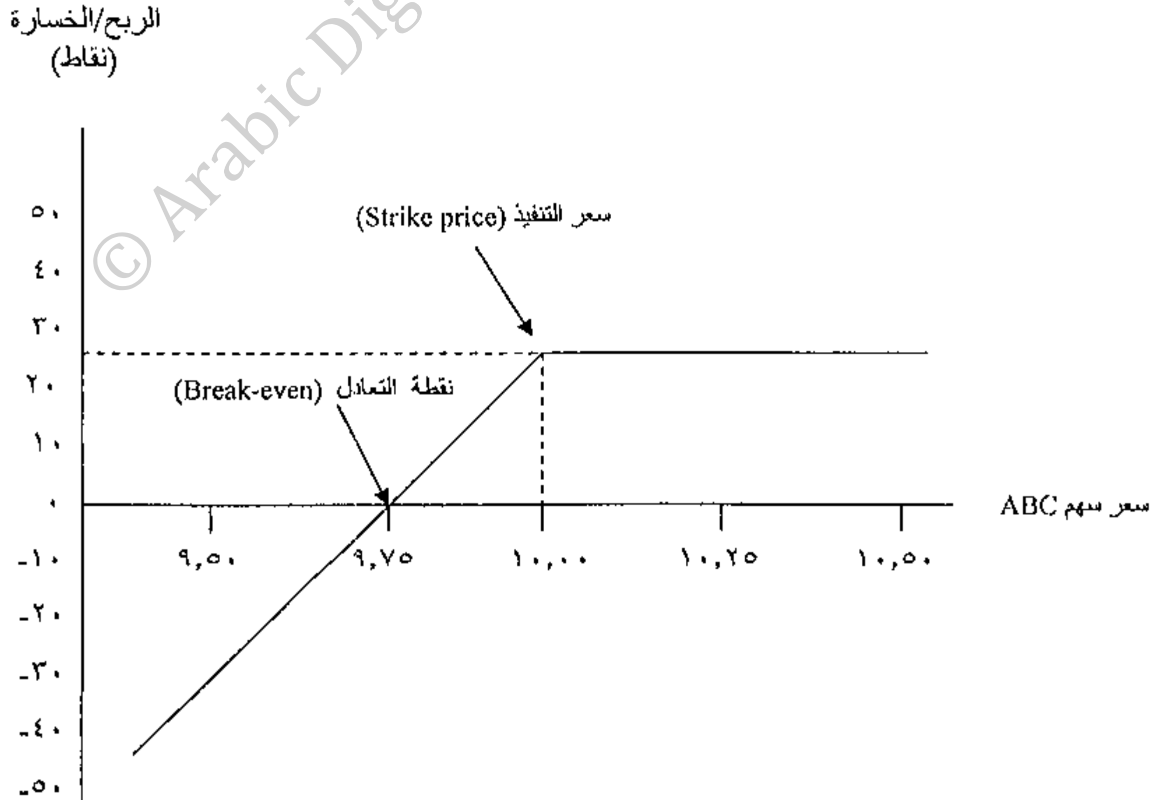


الفرع الرابع : الموقف القصير في خيار البيع (Short Put)

ينفذ المتاجر هذا الموقف إذا اعتقد بأن السوق سوف لن ينخفض، على خلاف المتاجر في الجانب الآخر في عقد الخيار (Long Put)، الذي يعتقد بأن السوق ستكون في الحالة الهبوطية. إن الشكل التالي يبين بأن الخسارة التي سيحققها محرر الخيار في وقت انتهاء الخيار غير محدودة إذا ينخفض سعر السهم ويكون الربح محدود في مكافأة الخيار. يبين الشكل التالي موقف القصير في خيار البيع لسهم ABC عند سعر التنفيذ RM 10.00 والمكافأة 25 sen.

الشكل رقم (٢٩) :

الموقف القصير في خيار البيع لسهم ABC مع سعر التنفيذ RM 10.00 والمكافأة RM 0.25 sen.



نلاحظ من الشكل السابق، إن محرر الخيار سيستلم المكافأة الكاملة إذا كان سعر السهم ١٠ رينجيت ماليزي (RM 10.00) أو ارتفع فوق هذا السعر. ولكن إذا انخفض سعر السهم، هناك علاقة طردية بين سعر السهم والخسارة التي يحققها من هذا الموقف. ونقطة التعادل هي RM 9.75، حيث ستوازن (offset) الخسارة بالمكافأة التي يكسبها المحرر. علينا أن نلاحظ، إن محرر الخيار، بغض النظر عن موقفه، سواء الموقف القصير في خيار الشراء أو خيار البيع، له الخسارة غير محدودة والربح محدود حيث لن يزيد الربح بأي حال عن مكافأة الخيار.

المطلب الثاني : الإستراتيجية المركبة

تجمع هذه الإستراتيجية بين خيار الشراء وخيار البيع وهي تنقسم إلى : (١)

الفرع الأول : Straddles

إن Straddles هي الإستراتيجية الشعبية في الأسواق ذات التقلب الشديد، يعني عندما يكون هناك توقع في ارتفاع أو انخفاض كبير في السوق. تنقسم هذه الإستراتيجية إلى قسمين:

(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Options, Module 3, Examination Study Guide, opcit, p. 2-15 – 2-16. Refer also Hamzah Mahmood, Understanding Futures and Options: Trading in the Malaysian Derivatives, opcit, p. 23-28 and refer also Eddy Ong, Options, opcit, p. 47-62 and refer also Jay Baker, Option Terminology and Expiration Payoff Diagrams, opcit, p. 11-22.

أ) Long Straddle

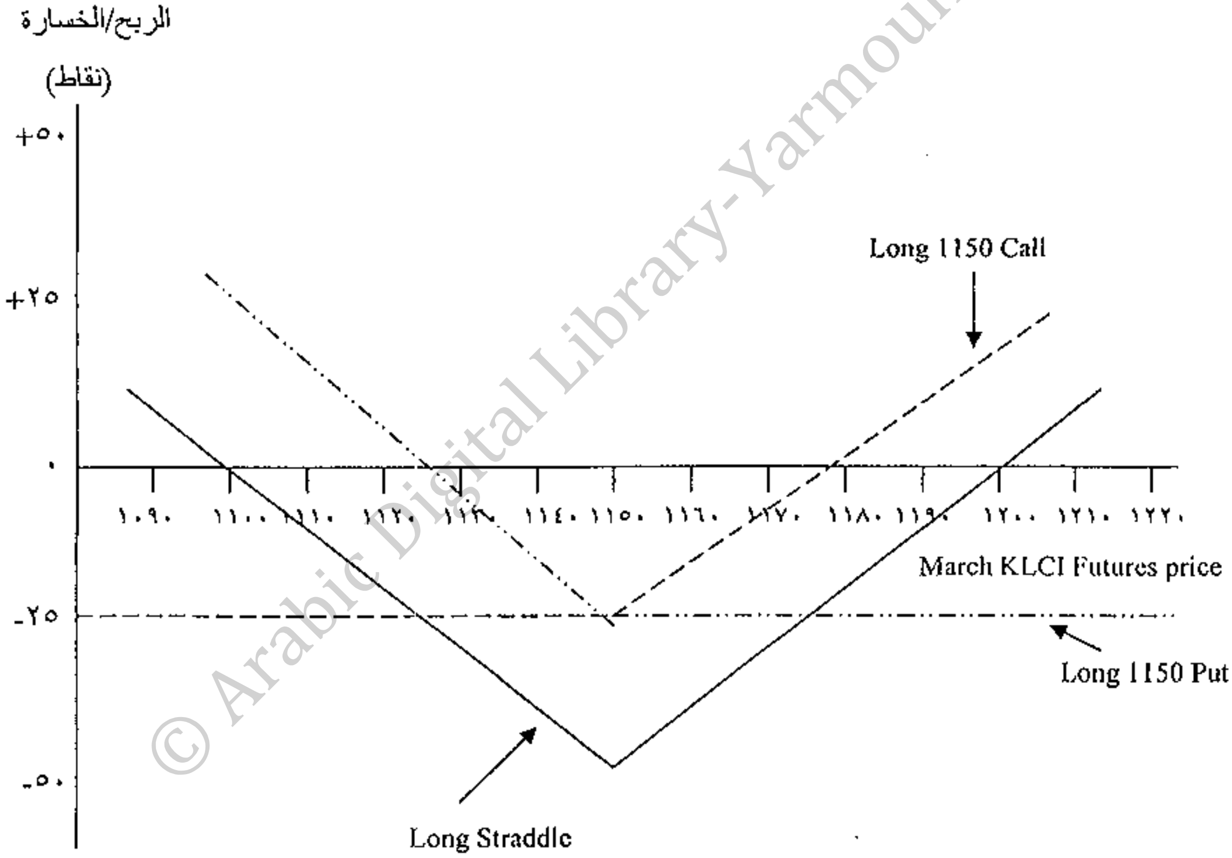
تكوّن هذه الإستراتيجية من الموقف الطويل في خيار الشراء والموقف الطويل في خيار البيع. ويفضل في تنفيذ هذه الإستراتيجية بأن تكون هناك احتمالية تحرك السوق ولكننا لا نتأكد في أي اتجاه ستتحرك. سيكون الربح المحتمل غير محدود في أحد الاتجاهات بينما الخسارة المحتملة محدودة في مبلغ المكافأتين (المكافأة في خيار الشراء وخيار البيع). إن الشكل التالي يبين هذه الإستراتيجية الذي تكوّن من الموقف الطويل في خيار الشراء والموقف الطويل في خيار البيع، مع نفس سعر التنفيذ (في مستوى ١١٥٠) ونفس تاريخ الانتهاء (مارس/آذار). كلاهما حق خيار المتعادل (at-the-money option)، ويتاجر أيضا بنفس المكافأة (٢٥ نقطة).

الشكل رقم (٣٠) :

Long Straddle

الموقف الطويل في خيار الشراء لمؤشر كوالا لمبور المركب لشهر مارس/ آذار وسعر التنفيذ ١١٥٠ نقطة والمكافأة ٢٥ سنت (sen)

الموقف الطويل في خيار البيع لمؤشر كوالا لمبور المركب لشهر مارس/ آذار وسعر التنفيذ ١١٥٠ نقطة والمكافأة ٢٥ سنت (sen)



إن الشكل السابق يبين أن هذه الإستراتيجية ستكون مربحة فقط في وقت الانتهاء إذا كان مستوى المؤشر يتحرك بحركة كبيرة فوق أو تحت سعر التنفيذ. في الحقيقة، يجب

على المؤشر أن يكون فوق مستوى ١٢٠٠ أو تحت مستوى ١١٠٠ لتحقيق الربح في وقت الانتهاء. يبين الجدول التالي هذه الحالة :

الجدول رقم (٢٩) :

الربح والخسارة في Long Straddle

مؤشر كوالا لمبور المركب لشهر مارس/آذار (March KLCI)	الموقف الطويل في خيار الشراء عند سعر التنفيذ ١١٥٠ والمكافأة 25 sen (Long 1150 call, premium 25)	الموقف الطويل في خيار البيع عند سعر التنفيذ ١١٥٠ والمكافأة 25 sen (Long 1150 put, premium 25)	Long Straddle
١٠٧٥	+٥٠	-٢٥	+٢٥
١١٠٠	+٢٥	-٢٥	٠
١١٢٥	٠	-٢٥	-٢٥
١١٥٠	-٢٥	-٢٥	-٥٠
١١٧٥	-٢٥	٠	-٢٥
١٢٠٠	-٢٥	+٢٥	٠
١٢٢٥	-٢٥	+٥٠	+٢٥

المصدر : هيئة الأوراق المالية الماليزية

إن أكبر خسارة محتملة في Long Straddle هي قيمة المكافأتين، وهي ٥٠ نقطة (50 points)، أو ٥،٠٠٠ رينجيت ماليزي (RM 5,000)، وسيتحمل المتاجر هذه الخسارة إذا بقي المؤشر في مستوى قريب من ١١٥٠ حتى وقت الانتهاء.

ب) Short Straddle

إن الحالة المعاكسة عن الحالة السابقة هي Short Straddle، وهو تكوّن من الموقف القصير في خيار الشراء والموقف القصير في خيار البيع مع نفس سعر التنفيذ. وينفذ المتاجر هذه الإستراتيجية إذا توقع أن السوق سيصبح راكدا (لا تتحرك بعيدا). أن الحد الأعلى في الربح هو قيمة المكافأتين وسيحقق المتاجر هذا الربح إذا يبقى سعر السهم قريب من سعر التنفيذ. وعلى العكس، ستكون الخسارة غير محدودة في أحد اتجاه.

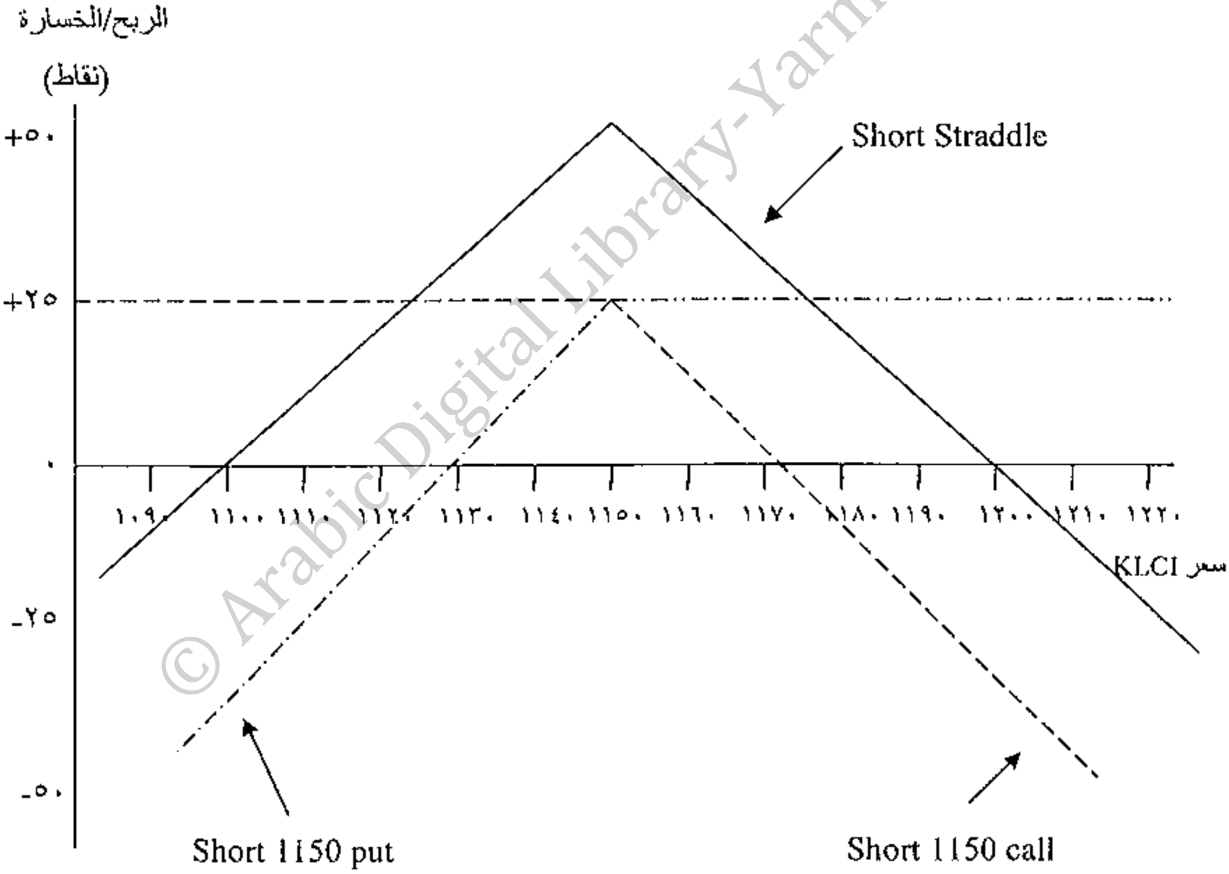
يبين الشكل التالي هذه الإستراتيجية التي تكوّن من الموقف القصير في خيار الشراء والموقف القصير في خيار البيع مع نفس سعر التنفيذ (١١٥٠) ونفس المكافأة (25 sen) ونفس تاريخ الانتهاء (سبتمبر/أيلول). تتضمن هذه الإستراتيجية بيع خيار الشراء وبيع خيار البيع عند سعر التنفيذ ١١٥٠، عند التوقع بأن المؤشر سوف لا يتحرك من المستوى الحالي. سيحقق محرر الخيار الربح إذا كان المؤشر في مستوى ١١٥٠ (سعر تنفيذ للخيارين) أو قريب من هذا المستوى في وقت الانتهاء. إن الحد الأعلى في الخسارة غير محدودة ولكن محرر الخيار سيتحمل الخسارة إذا تحرك السوق من المستوى الحالي يعني مستوى ١١٥٠ (سعر التنفيذ). وإذا بقى الموقف لوقت طويل دون تحرك رئيسي في سعر مؤشر الأسهم، سيحقق محرر الخيار ربحا أكثر.

الشكل رقم (٣١) :

Short Straddle

الموقف القصير في خيار الشراء لمؤشر كوالا لمبور المركب لشهر سبتمبر/ أيلول وسعر التنفيذ ١١٥٠ نقطة والمكافأة ٢٥ سنت (sen)

الموقف القصير في خيار البيع لمؤشر كوالا لمبور المركب لشهر سبتمبر/ أيلول وسعر التنفيذ ١١٥٠ نقطة والمكافأة ٢٥ سنت (sen)



الفرع الثاني : Strangles

Strangle هو تنويع من Straddle. يتضمن Straddle شراء أو بيع حق خيار الشراء وحق خيار البيع المتعادل (at-the-money call and put option)، بينما Strangle يتضمن شراء أو بيع حق خيار الشراء وحق خيار البيع غير المربح (out-of-the-money call and put option). وينقسم Strangle إلى قسمين : (١)

أ) Long Strangle

إن الشكل التالي يبين هذه الإستراتيجية. يفضل تنفيذ هذه الإستراتيجية إذا كان الخيارين، يعني خيار الشراء وخيار البيع غير مربح، قريب من السعر السوقي في متساوي البعد. إن ميزة هذه الإستراتيجية هي إن حق الخيار غير المربح هو أرخص ولذلك الحد الأعلى في للخسارة هو أقل. إن الضرر في هذه الإستراتيجية هو يجب على السعر السوقي أن يتحرك أبعد من الحركة التي تكون في Straddle للحصول على الربح. مثل straddle، يتوقف strangle على قيمة الزمنية، إذا تتحرك السوق بأقصى سرعة ستكون هناك فرصة أكبر في تحقيق الربح أكثر.

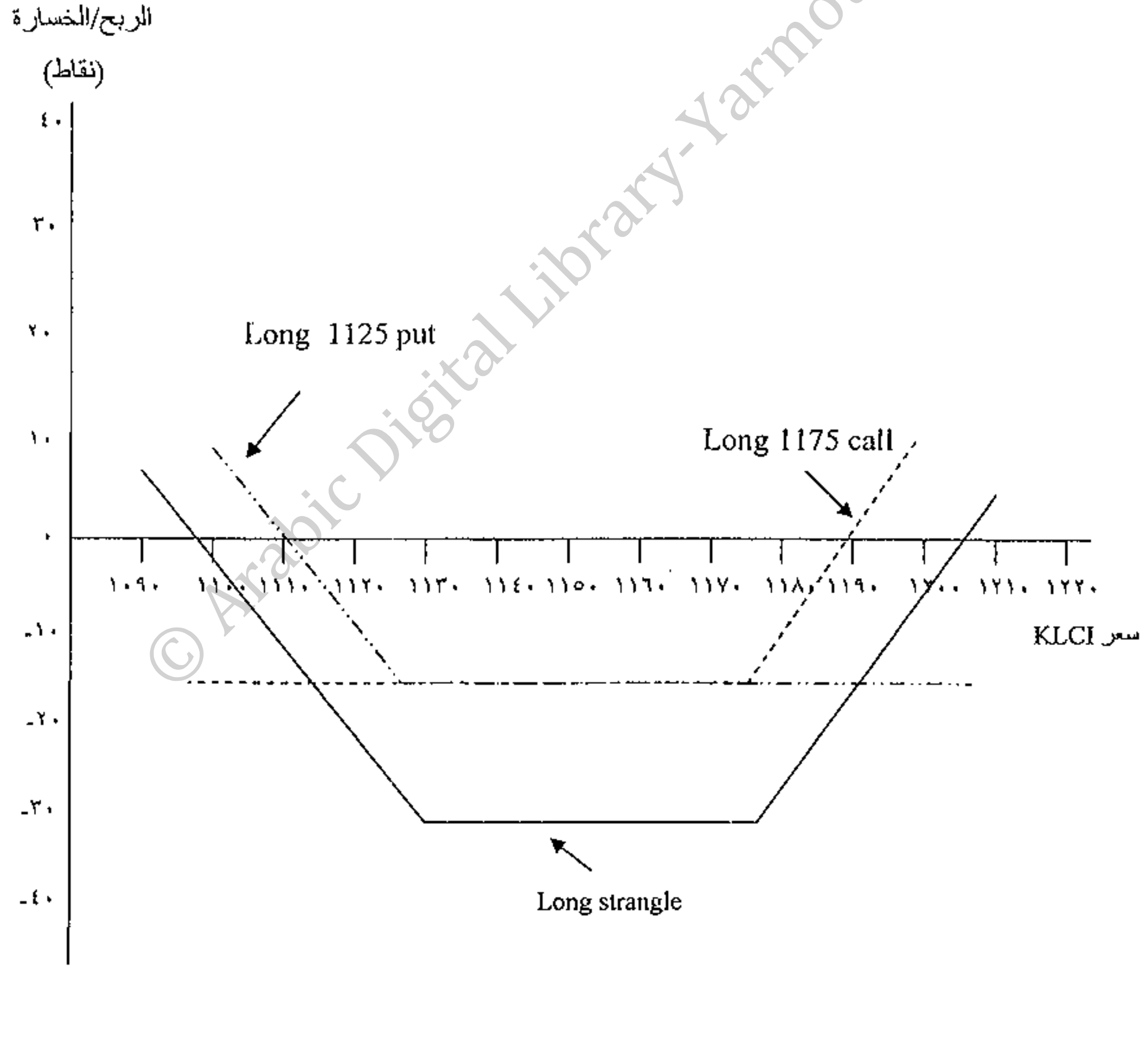
(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Options, Module 3, Examination Study Guide, opcit, p. 2-17 – 2-18. Look also Hamzah Mahmood, Understanding Futures and Options: Trading in the Malaysian Derivatives, opcit, p. 23-28 and look also Eddy Ong, Options, opcit, p. 47-62 and look also Jay Baker, Option Terminology and Expiration Payoff Diagrams, opcit, p. 11-22.

الشكل رقم (٣٢) :

Long Strangle

الموقف الطويل في خيار الشراء لمؤشر كوالا لمبور المركب لشهر سبتمبر/أيلول وسعر التنفيذ ١١٧٥ نقطة والمكافأة ١٥ سنت (15 sen)

والموقف الطويل في خيار البيع لمؤشر كوالا لمبور المركب لشهر سبتمبر/أيلول وسعر التنفيذ ١١٢٥ نقطة والمكافأة ١٥ سنت (15 sen)



وليس من الضروري أن نشتري خيار الشراء وخيار البيع في نفس المكافأة بالضبط. إن الشكل السابق يبين بأن الخيارين لهما نفس قيمة المكافأة ولكن في التطبيق العملي، هناك احتمال أن يكون الفرق في المكافأة، خصوصا إذا كان المؤشر لا يقع في منتصف النقطة بين سعر التنفيذ في خيار الشراء وخيار البيع. والحد الأعلى في الخسارة هي قيمة المكافأتين، وفي هذه الحالة ٣٠ نقطة أو ٣،٠٠٠ رينجيت ماليزي (RM 3,000).

ب) Short Strangle

إن الموقع المعاكس عن الحالة السابقة هي Short Strangle. ويمكن أن يحقق المتاجر الربح من هذه الحالة إذا أصبح السوق راكدا. ولكن الخسارة المحتملة في هذه الحالة غير محدودة. إن الشكل التالي يبين هذه الإستراتيجية وهي تتضمن بيع خيار الشراء وخيار البيع غير المربح. تتعرض هذه الإستراتيجية للمخاطرة لأن الخسارة غير محدودة إذا يتحرك سعر السوق بعيدا عن سعر التنفيذ في أي اتجاه فجأة.

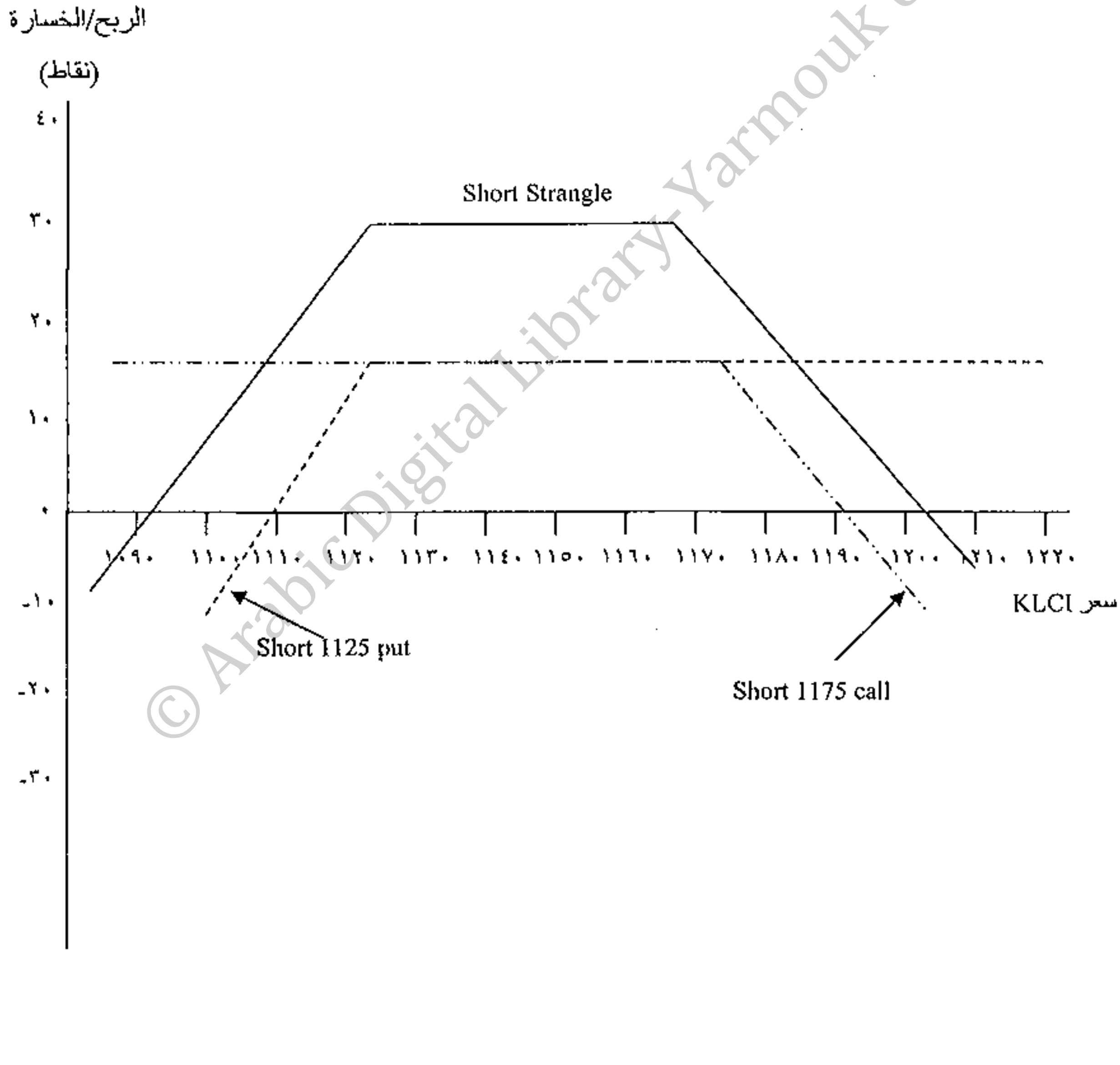
يمكن أن ينفذ المتاجر هذه الإستراتيجية إذا اعتقد أن هناك احتمال بأن المؤشر سوف يبقي في بعض الوقت في المستوى بين سعري التنفيذ في الخيارين (وفي هذه الحالة بين مستوى ١١٢٥ و١١٧٥) للاستفادة من القيمة الزمنية في الخيارين.

الشكل رقم (٣٣) :

Short Strangle

الموقف القصير في خيار الشراء لمؤشر كوالا لمبور المركب لشهر سبتمبر/أيلول وسعر التنفيذ ١١٧٥ والمكافأة ١٥ سنت (15 sen)

والموقف القصير في خيار البيع لمؤشر كوالا لمبور المركب لشهر سبتمبر/أيلول وسعر التنفيذ ١١٢٥ والمكافأة ١٥سنت (15 sen)



الفرع الثالث : Spreads

تكوّن هذه الإستراتيجية من الخيارين، إما خياري الشراء أو خياري البيع عند أسعار التنفيذ المختلفة، أحدهما الموقف الطويل والآخر الموقف القصير. إن الهدف من هذه الإستراتيجية هو لتحديد الأرباح والخسائر في الخيارين وتنفيذ هذه الإستراتيجية عندما يكون السوق في الحالة الصعودية الوسطية أو الحالة الهبوطية الوسطية، بكلمة أخرى، أن يكون هناك التوقع بأن السوق ستتحرك في اتجاه معين ولكنها لا تتحرك بعيدا. تنقسم هذه الإستراتيجية إلى قسمين : Bull Spread و Bear Spread.(١)

١) Bull Spread : وهو ينقسم إلى :

أ) Bull Call Spread

تصمم هذه الإستراتيجية لتحقيق الربح من الحركة الصاعدة البسيطة المتوقعة في السوق، وما زال تحديد المخاطرة في هذه الحالة. يكوّن bull spread من الموقف الطويل والموقف القصير في خيار الشراء. إن الشكل التالي يبين هذه الإستراتيجية في خيار الشراء. تتضمن هذه الإستراتيجية شراء حق خيار الشراء بسعر التنفيذ ١١٥٠ نقطة والمكافأة ٢٥ سنت (25 sen) وبيع حق خيار الشراء بسعر التنفيذ ١٢٠٠ نقطة والمكافأة ٨ سنت (8 sen).

---

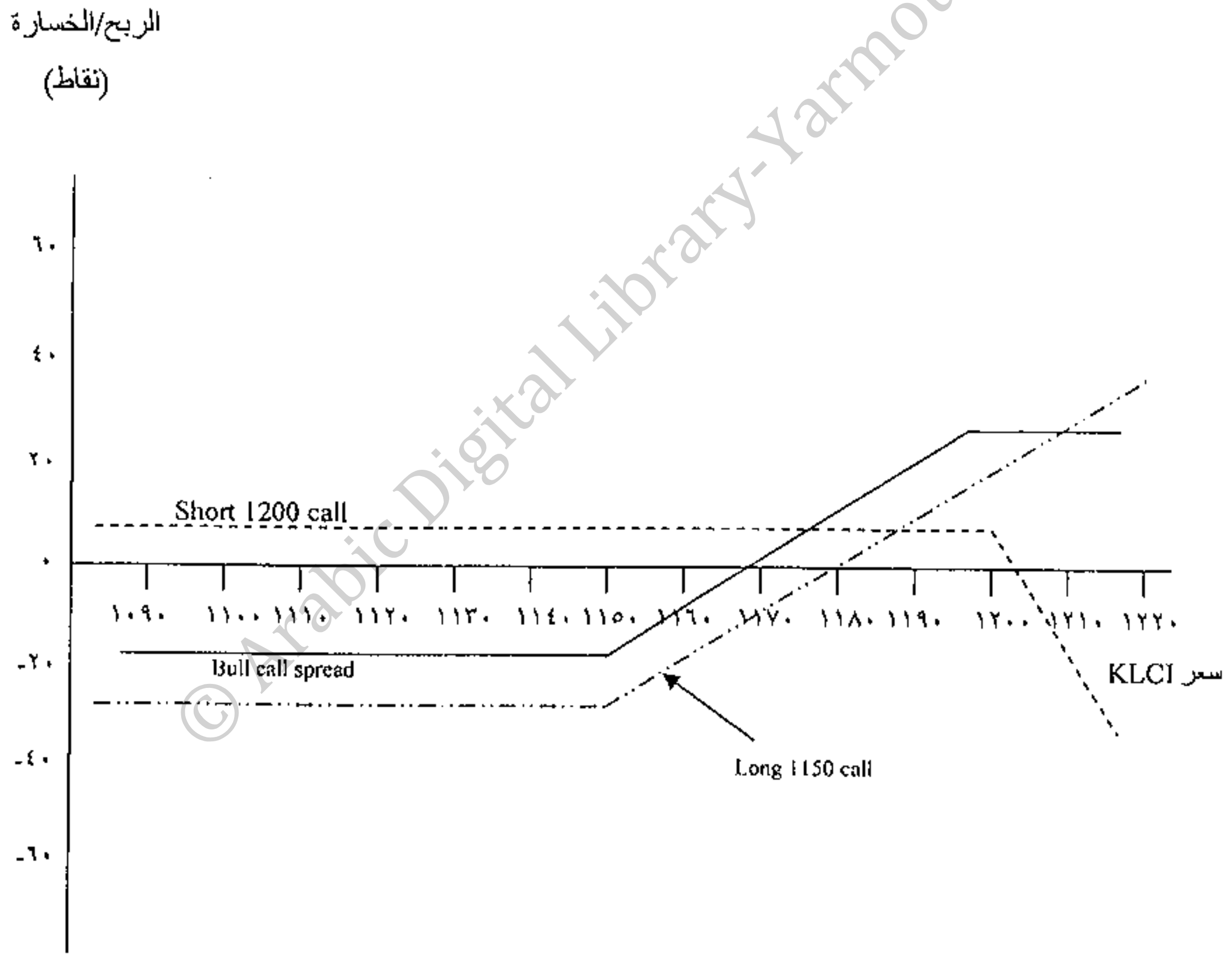
(1) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Options, Module 3, Examination Study Guide, opcit, 2-18 – 2-22. Look also Hamzah Mahmood, Understanding Futures and Options: Trading in the Malaysian Derivatives, opcit, p. 23-28 and look also Eddy Ong, Options, opcit, p. 47-62 and look also Jay Baker, Option Terminology and Expiration Payoff Diagrams, opcit, p. 11-22.

الشكل رقم (٣٤) :

Bull Call Spread

الموقف الطويل في خيار الشراء لمؤشر كوالا لمبور المركب لشهر سبتمبر/أيلول بسعر التنفيذ ١١٥٠ نقطة والمكافأة ٢٥ سنت (25 sen)

والموقف القصير في خيار الشراء لمؤشر كوالا لمبور المركب لشهر سبتمبر/أيلول بسعر التنفيذ ١٢٠٠ نقطة والمكافأة ٨ سنت (8 sen)



يبين الشكل السابق بأن الأرباح والخسائر في هذه الحالة محدودة. ونقطة التعادل هي ١١٦٧ والحد الأعلى للربح هو ٣٣ نقطة أو ٣،٣٠٠ رينجيت ماليزي (RM 3,300) . من الناحية الأخرى، تحدد الخسائر الحد الأعلى في ١٧ نقطة أو ١،٧٠٠ رينجيت ماليزي (RM 1,700). ويبين الجدول التالي طريقة حساب الربح والخسارة.

الجدول رقم (٣٠) :

طريقة حساب الربح والخسارة في bull call spread

الحد الأعلى في الربح	الحد الأعلى في الخسارة	نقطة التعادل في وقت الانتهاء
الفرق في سعر التنفيذ ناقص الفرق في المكافأة (١٢٠٠ – ١١٥٠) – (٢٥ – ٨) ٥٠ - ١٧ = ٣٣,٠ RM 3,300 = ١٠٠ × ٣٣,٠	الفرق في المكافأة ٢٥ – ٨ = ١٧,٠ RM 1,700 = ١٠٠ × ١٧	سعر التنفيذ الأدنى زائد الفرق في المكافأة ١١٥٠ + ١٧ = ١١٦٧,٠

ب) Bull Put Spread

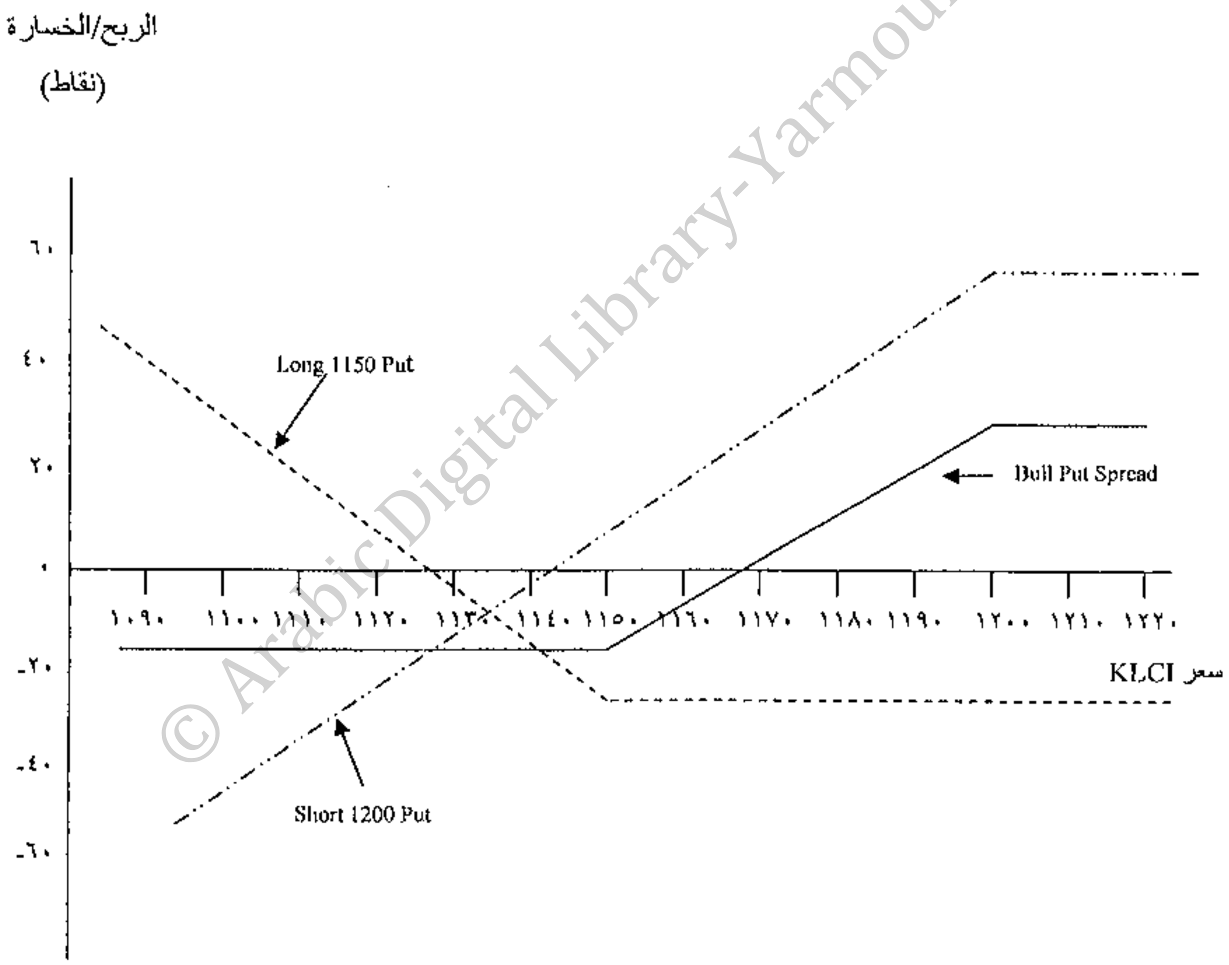
يمكن استخدام خيار البيع في bull spread كما يبين في الشكل والجدول التالي الذي يوضح bull spread عند استخدام الموقف القصير في خيار البيع بسعر التنفيذ ١٢٠٠ نقطة والمكافأة ٥٦ سنت (56 sen) والموقف الطويل في خيار البيع بسعر التنفيذ ١١٥٠ نقطة والمكافأة ٢٥ سنت (25 sen). ويكوّن Bull Put Spread من الموقف الطويل والموقف القصير في خيار البيع.

الشكل رقم (٣٥) :

Bull put spread

الموقف الطويل في خيار البيع لمؤشر كوالا لمبور المركب لشهر سبتمبر/أيلول بسعر التنفيذ ١١٥٠ نقطة والمكافأة ٢٥ سنت (25 sen)

والموقف القصير في خيار البيع لمؤشر كوالا لمبور المركب لشهر سبتمبر/أيلول بسعر التنفيذ ١٢٠٠ نقطة والمكافأة ٥٦ سنت (56 sen)



يبين الشكل السابق إن نقطة التعادل هي ١١٦٩ والحد الأعلى للربح هو ٣١ نقطة. من الناحية الأخرى، تحدد الخسائر في الحد الأعلى في ١٩ نقطة. ويبين الجدول التالي طريقة حساب الربح والخسارة.

الجدول رقم (٣١) :

طريقة حساب الربح والخسارة في bull put spread

الحد الأعلى في الربح	الحد الأعلى في الخسارة	نقطة التعادل في وقت الانتهاء
الفرق في المكافأة ٥٦ ـ ٢٥ = ٣١,٠	الفرق في سعر التنفيذ ناقص الفرق في المكافأة (١٢٠٠ ـ ١١٥٠) ـ ٣١ = ١٩,٠	سعر التنفيذ الأعلى ناقص الفرق في المكافأة ١٢٠٠ ـ ٣١ = ١١٦٩,٠

يكوّن bull spread دائما من خياري الشراء (شراء خيار الشراء وبيع خيار الشراء) أو خياري البيع (شراء خيار البيع وبيع خيار البيع)، وشراء الخيار عند سعر التنفيذ الأدنى وبيع الخيار عند سعر التنفيذ الأعلى.

٢) Bear Spread وهو ينقسم إلى :

أ) Bear Call Spread

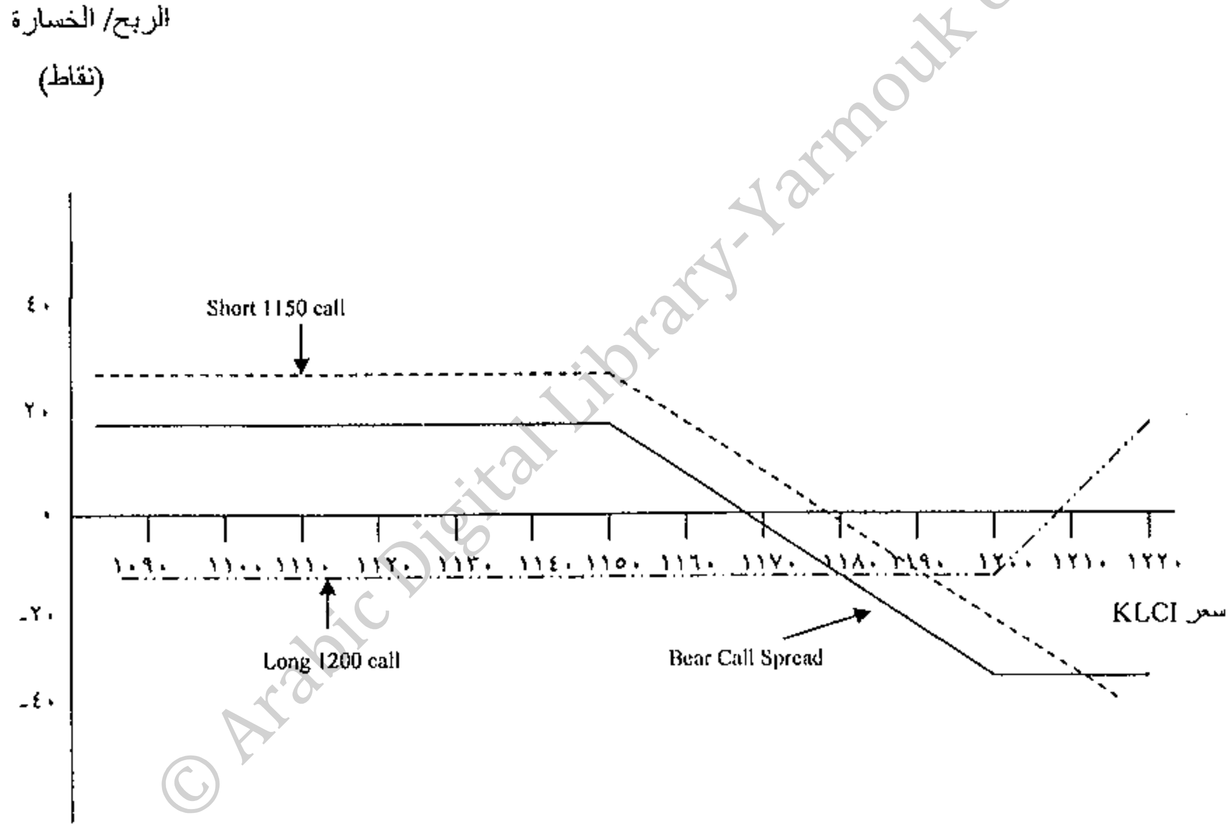
إن الحالة المعاكسة عن الحالة السابقة هي bear spread، حيث يتم شراء الخيار عند سعر التنفيذ الأعلى وبيع الخيار عند سعر التنفيذ الأدنى. يكوّن bear call spread من موقف القصير في خيار الشراء وموقف الطويل في خيار الشراء. يبين الشكل التالي هذه الإستراتيجية.

الشكل رقم (٣٦) :

Bear Call Spread

الموقف الطويل في خيار الشراء لمؤشر كوالا لمبور المركب لشهر سبتمبر/أيلول بسعر التنفيذ ١١٢٠ نقطة والمكافأة ٨ سنت (8 sen)

والموقف القصير في خيار الشراء لمؤشر كوالا لمبور المركب لشهر سبتمبر/أيلول بسعر التنفيذ ١١٥٠ نقطة والمكافأة ٢٥ سنت (25 sen)



يبين الشكل السابق إن نقطة التعادل هي ١١٦٧ والحد الأعلى للربح هو ١٧ نقطة. ومن الناحية الأخرى، تحدد الخسائر في الحد الأعلى في ٣٣ نقطة. ويبين الجدول التالي طريقة حساب الربح والخسارة.

الجدول رقم (٣٢) :

طريقة حساب الربح والخسارة في bear call spread

الحد الأعلى في الربح	الحد الأعلى في الخسارة	نقطة التعادل في وقت الانتهاء
الفرق في المكافأة ٢٥ ــ ٨ = ١٧,٠	الفرق في سعر التنفيذ ناقص الفرق في المكافأة (١٢٠٠ ــ ١١٥٠) ــ ١٧ = ٣٣,٠	سعر التنفيذ الأدنى زائد الفرق في المكافأة ١١٥٠ + ١٧ = ١١٦٧,٠

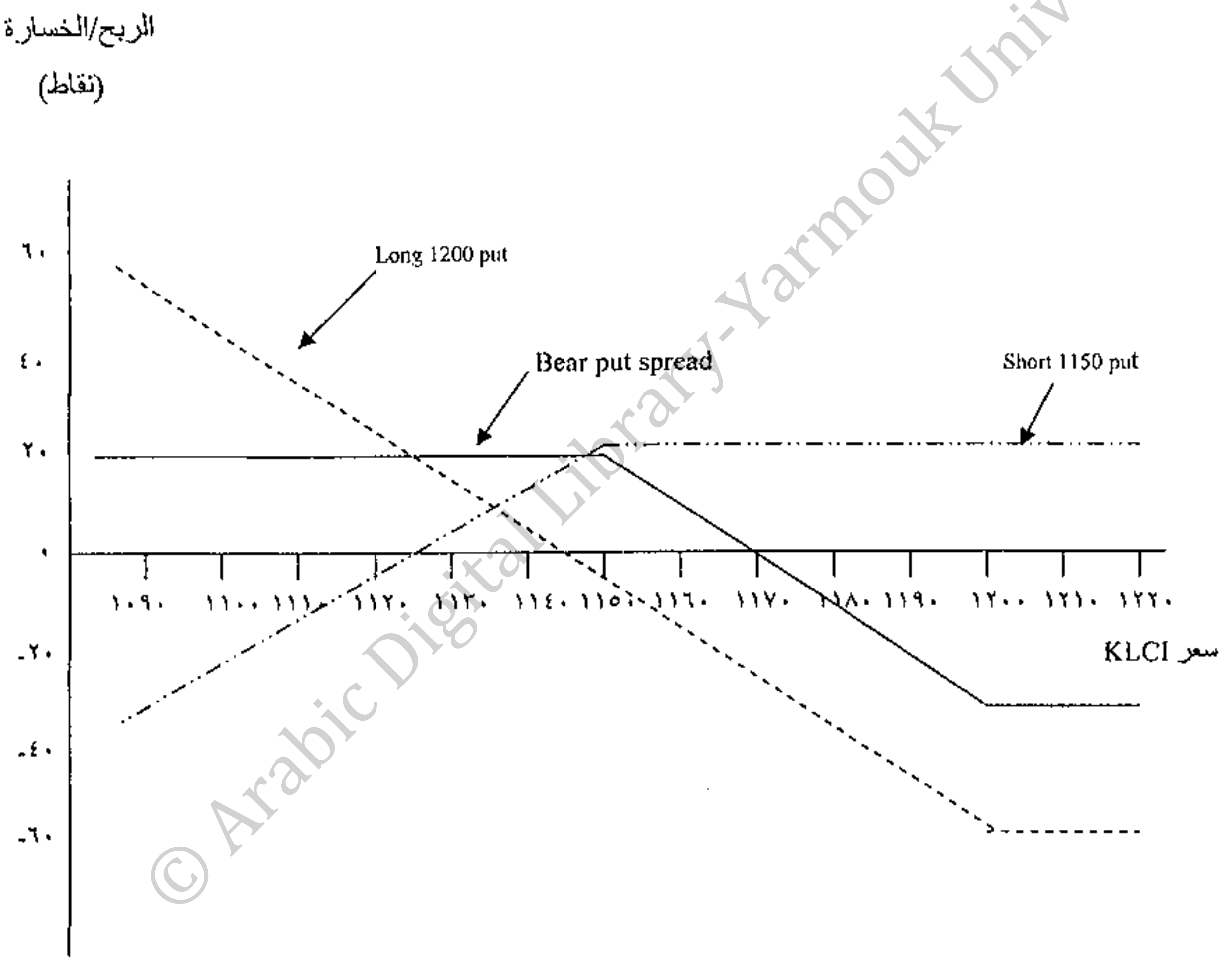
ب) Bear Put Spread

يكوّن Bear Put Spread من الموقف القصير والموقف الطويل في خيار البيع. يبين الشكل التالي هذه الإستراتيجية، حيث يحدد الأرباح والخسائر ويمكن تحقيق الربح عندما تتحرك السوق إلى انخفاض. يكوّن الشكل التالي من الموقف الطويل في خيار البيع عند سعر التنفيذ ١٢٠٠ نقطة والمكافأة ٥٦ سنت (56 sen) والموقف القصير في خيار البيع عند سعر التنفيذ ١١٥٠ نقطة والمكافأة ٢٥ سنت (25 sen).

الشكل رقم (٣٧) :

Bear Put Spread

الموقف الطويل في خيار البيع على KLCI لشهر سبتمبر/أيلول عند سعر التنفيذ ١٢٠٠ والمكافأة ٥٦، والموقف القصير في خيار البيع على KLCI لشهر سبتمبر/أيلول عند سعر التنفيذ ١٥٠٠ والمكافأة ٢٥.



وينفذ المتاجر هذه الإستراتيجية عندما يكون السوق في الحالة الهبوطية الوسطية، يعني أنه يتوقع بأن السوق ستتحرك بالحركة الهابطة الصغيرة ولكنه يريد أن يحدد خسارته إذا لم يحدث هذه الحركة. ويبين الشكل السابق إن نقطة التعادل هي ١١٦٩ والحد الأعلى للربح هو ١٩ نقطة. ومن الناحية الأخرى، يحدد الحد الأعلى للخسائر في

٣١ نقطة .يحسب الحد الأعلى في الربح والخسارة ونقطة التعادل في هذه الإستراتيجية وفقا للجدول التالي.

الجدول رقم (٣٣) :

طريقة حساب الربح والخسارة في bear put spread

الحد الأعلى في الربح	الحد الأعلى في الخسارة	نقطة التعادل في وقت الانتهاء
الفرق في سعر التنفيذ ناقص الفرق في المكافأة (١٢٠٠ ـ ١٥٠٠) ـ (٥٦ ـ ٢٥) ٥٠ ـ ٣١ = ١٩,٠	الفرق في المكافأة ٥٦ ـ ٢٥ = ٣١,٠	سعر التنفيذ الأعلى ناقص الفرق في المكافأة ١٢٠٠ ـ ٣١ = ١١٦٩,٠

المبحث السابع : التقدير الاقتصادي للخيارات

بعد تأملنا مفهوم الخيارات وماهيتها في بورصة المشتقات، يظهر لنا بأن هذه العقود مهمة في الصناعة المالية خاصة في إدارة المخاطرة. نستعرض فيما يلي التحليل الاقتصادي لهذه العقود، وذلك من خلال المطالب التالية.

المطلب الأول : المزايا الاقتصادية لعقود الخيارات

تترتب على عقود الخيارات المزايا الاقتصادية التالية :(1)

١) المخاطرة المحدودة (Limited Risk)

سيتعرض مشتري حق الخيار للمخاطرة المحدودة لأن الخسارة التي يمكن أن يحققها هي مكافأة حق الخيار، لا أكثر. إن المتعامل الذي يشتري حق خيار الشراء في مؤشر كوالا لمبور المركب (KL Composite Index) له الحق في شراء المؤشر عند سعر التنفيذ، وسيحصل على الربح إذا ارتفع المؤشر بحدّة. وإذا بقي المؤشر ثابتا أو سقط، سوف يتعرض للخسارة ولكن هذه الخسارة لن تكون أكثر من مكافأة حق الخيار.

وعلى العكس، في عقود المستقبليات، يجب على حامل المركز المستقبلي دفع الخسارة على شكل الهوامش إذ تتحرك السوق ضده. وهذه الخسائر غير محدودة وسوف تتزايد عندما تتحرك السوق على نحو غير مناسب حتى إقفال مركزه. وهذه المخاطرة المحدودة لها فائدة للمتحوطين والمضاربين.

(1) Refer to Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Options, Module 3, Examination Study Guide, opcit, p. 1-12. Refer also Eddy Ong, Options, opcit, p. 15 and refer also Steven Lai, Futures and Options, opcit, slide no. 27.

ولكن هذه المخاطرة ليست محدودة بالنسبة إلى محرر حق الخيار. وستكون مخاطرته كمخاطرة المتعامل في عقود المستقبليات ولكنه سيحصل على الربح ولن يزيد هذا الربح بأي حال عن قيمة المكافأة.

٢) المرونة (Flexibility)

من الأمور الجاذبة في الخيارات المتداولة في البورصة، إنها عقود موحدة حيث يمكن تداولها بحرية في السوق المفتوح. بعد شراء حق الخيار، إن المتعامل يمكن أن يستفيد لاحقا من الحركة المناسبة في السوق بإحدى الطريقتين التاليتين :

أ) إصدار الأمر إلى السمسار في تنفيذ حق الخيار.

ب) بدلا عن ذلك، يمكنه بيع حق الخيار في السوق إلى طرف ثالث. أي حركة مناسبة في سعر الموجودات الأصيلة ستعكس قيمة المكافأة الأعلى.

تحسّن هذه المرونة سيولة الخيارات المتداولة في البورصة، وتسمح بإقفال مواقف الخيارات الحالية بدون تنفيذها وتسمح للمشترين الجدد في الدخول إلى السوق حتى بعدم وجود البائعين الجُدد.

المطلب الثاني : الوظائف الاقتصادية للخيارات

نلاحظ إن للخيارات الوظائف الاقتصادية العديدة وهي :

١) التغطية من التقلبات في أسعار الأوراق المالية وتأمين ضد التقلبات المفاجئة. ولذلك إعطاء المستثمر فرصة إعادة تشكيل حافظته الاستثمارية بشكل أفضل.(١)

---

(١) انظر : حطاب، العقود الآجلة والمستقبليات من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص. ٢٧.

٢) توفر عقود الخيارات فرصة للمستثمر للتحوط والمراجحة وأيضا المضاربة كما في عقود المستقبليات.

٣) إعطاء الفرصة للمستثمرين في تحقيق الربح الأكثر باستخدام مكافأة الخيار القليلة.

٤) وهي فرصة جيدة لإدارة المخاطرة لأنها تعطي طريق لمعرفة الخسارة غير المتوقعة نتيجة لحركات السوق حيث يتعرض المستثمرين في عقود الخيارات للخسارة المحدودة. ومبدأ الخسارة المحدودة هي ميزة رئيسية في الخيارات.

٥) حماية الأوراق المالية من تدهور قيمتها وبالتالي تجنيب المستثمرين الخسائر الفادحة.[١]

٦) إن الخيارات هي الأدوات المالية قابلة للتداول ولذلك تزيد من معدل السيولة في السوق.[٢]

---

(١) حطاب، العقود الآجلة والمستقبليات من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص. ٢٧.
(٢) المرجع السابق.

المطلب الثالث : الآثار الاقتصادية للخيارات

تترتب على عقود الخيارات الآثار الاقتصادية التالية :

١) التوازن بين العرض والطلب عند تحديد ثمن الخيار، وهذا يؤدي إلى تحديد مكافأة الخيار بشكل أفضل.

٢) تحسين الكفاءة في اتخاذ القرارات الاقتصادية فيما يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية خاصة في الأسهم لتعظيم الربح عندما تكون الخسارة في حدها الأدنى.

٣) إن الفرصة لإدارة المخاطرة في الخيارات وكونها قابلة للتداول تؤدي إلى زيادة السيولة في السوق وكنتيجة لهذه الحالة، تطور سوق رأس المال ويزداد النشاط الاقتصادي في البلد.

٤) يمكن أن ننظر الأثر السلبي في الخيارات من جانب محرر حق الخيار.وهو ملزم للقيام بالعقد عندما ينفذ مشتري الخيار حقه في العقد. يجب على محرر حق الخيار بيع أو شراء الأصل اعتمادا على نوع الخيار الذي تم تنفيذه. وهو سيحقق الربح المحدود ويتعرض للخسارة غير المحدودة. يحقق المشتري الربح عندما يحقق المحرر الخسارة. ولذلك، يحقق مشتري حق الخيار الربح على حساب الآخر.

ولذلك يتبين للباحثة بأن سوق المشتقات مهمة ومفيدة خاصة في تطور سوق رأس المال الماليزي. من حيث :

١) تسهيل إدارة المخاطرة الفعّالة من قبل المستثمرين بالتعرّض للسوق الأصيلة خلال الجهود لتحسين السيولة في سوق المشتقات وتسمح للتسعير الفعال للخطر.

٢) ترويج ثقافة إدارة المخاطرة بين المستثمرين في المؤسستين بتشجيع النظرة الأكثر نشاطاً نحو تحوط محفظة استثمارهم.(١)

٣) إن وجود المشتقات المالية المتداولة في البورصة ضروري في تلبية حاجة المستثمرين في إدارة المخاطرة من التقلبات غير المتوقعة في أسعار الأدوات المالية.(٢)

٤) تحسين السيولة وتنويع المنتجات في المشتقات المحلية بالاستفادة من المشروعات التجارية مشاركة المفيدة في البلاد الأخرى بشكل متبادل ومشاركة مشاركي السوق العالميين.(٣)

٥) تطور الوسطاء القويين والجيدين في سوق المشتقات، مدعومون من قبل المحترفين الماهرين، لضمان حصول المشاركين في سوق المشتقات المحلية على خدمات نوعية متعادلة كما هي معروضة في الأسواق المستحقة.(٤)

٦) إن إحدى العوامل في تطوير سوق رأس المال الماليزي هو تطوير سوق المستقبليات والخيارات حيث هذه الأسواق تقدم تسهيلات لحصص الموجودات والتحوط حيث تسمح للمستثمرين بالحصول على ديون أكثر وحمل موقف الأسهم الأكبر، وبالنتيجة دعم سيولة الأسواق الأصيلة. إن السيولة في سوق رأس المال ضرورة لأن خطط الخصخصة للحكومة تحتاج إلى معدل كبير من تعبئة الأموال. وسوق المشتقات الفعالية التي تكمل سوق رأس المال تمكن

---

(١) انظر : التقرير السنوي للبورصة الماليزية لعام ٢٠٠٢، ص. ٥٩-٦٠.

(2) Refer : Dato' Dr. Munir Abdul Majid, Speech of the former Chairman of the Securities Commission of Malaysia, The Success of Derivatives Market in Malaysia: Opportunities & Challenges Ahead from http://www.sc.com.my.

(٣) انظر : التقرير السنوي للبورصة الماليزية لعام ٢٠٠٢، مرجع سابق، ص. ٥٩-٦٠.

(٤) المرجع السابق.

المستثمرين من التحوط أو تعديل مواقعهم وبالتالي سيرغبون بالحصول على الموجودات الأكبر التي ستدعم تطور الاقتصاد الماليزي واستقراره.

المبحث الثامن : التقدير الشرعي لعقود الخيارات

يظهر لنا من المناقشة السابقة، بأن عقود الخيارات مفيدة ومهمة في الصناعة المالية لأنها توفر فرصة للمستثمرين في إدارة المخاطرة. ولكن، ما هي أحكام عقود الخيارات؟ هل هي جائزة شرعا؟ هل عقود الخيارات عقود متوافقة مع الشريعة؟ سنستعرض فيما يلي هذه القضية، وذلك من خلال المطالب التالية.

المطلب الأول : أحكام عقود الخيارات والتكييف الفقهي لها

الفرع الأول : الخيارات الشرعية في الفقه الإسلامي

تبدو أهمية دراسة الخيارات الشرعية في الفقه الإسلامي، لمعرفة إذا كانت الخيارات التي تكون محل دراستنا تندرج تحت الخيارات الشرعية. شرعت الخيارات في الشريعة الإسلامية من أجل تحقق كمال الرضا والطمأنينة وسلامة القلب بين المتعاملين دفعا للجهالة والخداع والغرر، وما ينجم عنها من ظلم يؤدي إلى حقد وكراهية، ومن ثم نزاع وخصومة تؤدي في النهاية إلى ضعف وتفكك للمجتمع المسلم.[1] وقد وردت أحاديث كثيرة حول مشروعية الخيارات منها : عن حكيم بن حزام أن رسول الله صلى الله عليه

---

(١) حطاب، كمال توفيق، عقود الخيارات من منظور إسلامي، مذكرة غير منشورة، جامعة اليرموك، ٢٠٠٣، ص. ٧.

وسلم قال : " البيعان بالخيار ما لم يتفرقا ".[١] وقد انقسم الفقهاء حول أشكال وأعداد الخيارات المشروعة إلى آراء عديدة، ومن أشهر أنواع الخيارات التي ذكاها الفقهاء ما يلي :[٢]

١) خيار المجلس : وهو أن يكون لكل من المتبايعين الخيار في إبقاء العقد أو فسخه أو إلغائه ما لم يتفرقا، ما لم يتبايعا على أنه لا خيار بينهما. ودليله قوله صلى الله عليه وسلم: " البيعان بالخيار ما لم يتفرقا ".[٣] وقد أثبت هذا الخيار جماهير العلماء من الصحابة والتابعين، وأخذ به الشافعي وأحمد من الأئمة، أما أبو حنيفة ومالك فقالوا بعدم ثبوته، وحملا التفرق في الحديث على التفرق بالأقوال لا بالأبدان.[٤] والأرجح ثبوته ما لم يتفق الطرفان على أنه لا خيار بينهما، كما ورد في رواياته الأخرى.

٢) خيار العيب : أن يكون للمشتري الحق في إمضاء عقد البيع أو فسخه متى ظهر له عيب في المبيع، ويشترط لثبوته وجود العيب في المبيع قبل أن يتسلمه المشتري مع عدم علم المشتري بذلك.

٣) خيار الشرط : أن يكون لأحد العاقدين أو لكليهما أو لغيرها الحق في إمضاء العقد أو فسخه في مدة معلومة إذا شرط ذلك في العقد. وقد اختلف الفقهاء في مدته فذهب البعض إلى أنها ثلاثة أيام، وذهب آخرون إلى إمكانية زيادة المدة حسب اتفاق العاقدين لأن الخيار شرع للتروي والمشورة ولتفادي الخديعة.

---

(١) رواه البخاري، الإمام البخاري، صحيح البخاري (١-٢-٣)، دار إحياء التراث العربي، ١٩٨٠، ص. ٧٦.
(٢) حطاب، عقود الخيارات من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص. ٧-٨، وانظر أيضا الفقي، محمد علي عثمان، فقه المعاملات : دراسة مقارنة، دار المريخ للنشر، الرياض، ١٩٨٦، ص. ٢٢٧-٢٤٢.
(٣) سبق تخريجه.
(٤) السرخسي، شمس الدين، المبسوط، الجزء الثالث عشر، المجلد السابع، الطبعة الثالثة، دار المعرفة، بيروت-لبنان، ١٩٧٨، ص. ١٥٧.

ولعل خيار الشرط هو أقرب أشكال الخيارات المعروفة في الفقه الإسلامي، لعقود الخيارات المتداولة حاليا في الأسواق المالية، فما هو الحكم الشرعي لهذه العقود؟ وما هي آراء الفقهاء والعلماء المعاصرين حول هذا الموضوع؟

الفرع الثاني : آراء العلماء المعاصرين في عقود الخيارات

من الواضح أن هناك فروقا جوهرية بين الخيار الشرعي المعروف في الفقه الإسلامي، وعقود الخيارات المتداولة في الأسواق المالية، من أبرز هذه الفروق أن الخيار الشرعي ليس له وجود مستقل دون عقد البيع، فهو جزء من عقد البيع، وأحكامه الشرعية مرتبطة بعقد البيع. أما الخيار المالي فهو عقد مستقل ناجز فيه عاقدان وصيغة ومحل العقد، وهو حق معنوي والتزام وليس محله أسهم أو سندات أو أعيان.[١] نستعرض فيما يلي موقف الفقه الإسلامي منها، وذلك ببيان آراء المعاصرين حولها المانعين والمجيزين.

الرأي الأول : المانعون

فقد ذهب بعض المعاصرين إلى عدم جواز الخيارات شرعا بأنواعها المختلفة، واستدلوا بجملة أدلة. وكان من أبرز البحوث التي عرضت على مجمع الفقه الإسلامي ذهبت إلى عدم جواز عقود الخيارات. ومن هؤلاء المانعين :

---

(١) حطاب، عقود الخيارات من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص. ٨.

١) الدكتور أحمد محيي الدين : فقد ذهب إلى عدم جوازها حيث يشوبها غرر فاحش، وأنها تتعارض مع قصد الشارع من إباحة الشرط، وأن الشروط الموجودة فيها من الشروط الفاسدة في المذاهب الفقهية (كاشتراط عقد آخر على صاحبه يبطل البيع)، وتتعارض مع قاعدة العدل في المعاملات المالية.(١)

٢) الدكتور علي القرة داغي : فقد استدل بعدم جواز الخيارات بأنها لم يتم فيها التسليم والتسلم، وأن الخيارات لا ترجع إلى خيار الشرط، ولا تحقق أركان العقد فيها، وفيها اشتراط التنازل عن جزء من المال دون أن تربطه بضرر فعلي محقق. ويرد على المجيزين الذين يستدلون ببيع العربون وقياس خيار الشراء عليه، على أن بيع العربون غير جائز عند أكثر العلماء ما عدا الحنابلة. هذه ناحية ومن ناحية أخرى، يرى أن القياس على بيع العربون قياس مع الفارق، لأن في بيع العربون يحسب العربون جزءا من الثمن إذا نفذت العملية. وأما إذا كان الخيار للبائع فغير جائز أيضا. هذا بالنسبة للخيارات البسيطة أما المزدوجة والمضاعفة فلا يجوز أيضا لنفس الأسباب، إضافة إلى أنها تتضمن بيعتين في بيعة المنهي عنه شرعا.(٢)

٣) الشيخ محمد المختار السلامي : قد يلتبس عقد الخيار بعقود مأذون فيها شرعا، ومن ذلك بيع العربون. لكن بيع العربون يختلف عن الخيارات اختلافا جوهريا :(٣)

---

(١) محيي الدين، أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، جدة، ١٩٩٥، ص. ٤٤٣-٤٤٨.

(٢) القرة داغي، علي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، ص. ١٥٧-١٥٩، و١٨٠.

(٣) السلامي، محمد المختار، الاختيارات، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، ص. ٢٢٩- ٢٣٧.

أ- إن بيع العربون عند إنجازه يعتبر العربون المقدم جزءا من الثمن فيطرح من المقدار الواجب دفعه للبائع، بينما حق الخيار هو تملك لحق الشراء أو البيع ولا يحسم من الثمن عند الإنجاز.

ب-إن ثمن الخيار قد يدفعه المشتري وقد يدفعه البائع.

ت-إن ثمن الخيار عقد منفصل من عقد التنفيذ إذ أن مشتري خيار الشراء أو خيار البيع يمكنه التصرف فيه بالبيع أو الهبة.

ث-إن الدافع للتعامل بالخيارات ليس الغرض منه تحصيل العقد وفوز كل طرف بالثمن أو المثمن، وإنما القصد منه تحصيل الربح، فالذي يجري في الأسواق أنه ينتهي بالمقاصة بحساب ما تحقق من ربح لأحدهما.

ج- إن ما ينبغي عليه ثمن الخيار هو توقعات مستندة إلى سعر الفائدة ومرتبطة بالأمد الذي إليه الخيار، وبتوقعات تذبذب الأسعار.

ح- إن موضوع الخيارات ليس السلع، وإنما هي تجري حتى المؤشرات التي لا تعدو أن تكون ضربا من القمار.

ويرى إن الغاية من عقود الخيارات ليست فيها مصلحة عامة ولا مصلحة خاصة محققة، وهي قريبة جدا من القمار الذي اتخذ أشكالا عدة ولا يوجد عقد منها ينقلب مشروعا.

٤) الدكتور وهبة مصطفى الزحيلي : الواقع أنه لا صلة بين عقد الاختيار وبيع العربون. أما الحق في عقود الاختيارات فهو مجرد إرادة أو مشيئة أو منحة أو أسبقية لشيء أو تخصيص بشخص، وهذا لا يصلح محلا للعقد بحسب قواعد العقود العامة.(١)

---

(١) الزحيلي، وهبة مصطفى، عقود الاختيارات، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، ص ٢٥٦-٢٥٧.

٥) الدكتور الصديق الأمين الضرير : إن عقد الاختيار عقد غير صحيح، لأن المحل في عقد الاختيار هو الحق في شراء شيء معين أو بيعه بسعر معين في زمن مستقبل محدد أو في أثناء مدة محددة، وهذا الحق ليس مالا متقوما، ولا حقا ماليا. ولا علاقة لعقد الاختيار ببيع العربون، لأن المحل في بيع العربون سلعة، ويجب أن تكون مالا متقوما، أما المحل في عقد الاختيار فهو الحق في الشراء أو البيع، وهو ليس بمال.[١]

٦) عبد الوهاب إبراهيم أبو سليمان : يفقد عقد الاختيارات شروط صحة العقد ومشروعيته، حيث يختل ركن من أركانه وغياب الثمن والمثمن وعدم قبض واحد منهما يحيل عقد الاختيارات إلى بيع دين بدين.[٢]

٧) الدكتور عبد الستار أبو غدة : وهو يرى :[٣]

١) إن الاتفاق الذي يؤدي إلى الحصول على (اختيار) لقاء (ثمن الاختيار) لا يعتبر عقدا، لأنه يفتقد محل العقد المعتبر شرعا، وهو أيضا يقصد منه التعاقد اللاحق في المستقبل. فهو إذن من قبيل المواعدة لا العقد.

٢) الثمن المبذول لإحكام هذه المواعدة التي يراد بها الحصول على إيجاب ملزم باعتباره شطر العقد يعتبر أكلا للمال بالباطل.

٣) هذا الحق (الاختيار) غير قابل للنقل، بعوض أو بدونه، كما أن الإيجاب نفسه غير قابل للنقل، فلا سبيل إلى تسلسل تملك الاختيار.

---

(١) الضرير، الصديق محمد الأمين، الاختيارات، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، ص. ٢٦٣-٢٦٤.

(٢) عبد الوهاب إبراهيم أبو سليمان، الاختيارات، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، ص. ٢٩٩-٣١٠.

(٣) د. عبد الستار أبو غدة، الاختيارات في الأسواق المالية في ضوء مقررات الشريعة الإسلامية، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، ١٩٩٢، ص. ٣٣٧-٣٣٨.

٤) بالاستقصاء تبين أن سلامة هذه البيوعات من المحاذير الشرعية غير حاصلة، وعليه فإن هذا البيع بما سبقه منة اختيار وما لحقه من انتقال وملابسات حكمه التحريم.

٨) أحمد محمد خليل الاسلامبولي : وهو يرى إن عقود الخيارات تتضمن الغرر والغرر هنا غرر مؤثر في صحة العقد، وهو من الغرر الفاحش الذي يصل إلى حد القمار كما تقوم أيضا على القمار، بل هي صورة من صور ممارسته.(١)

وقد قرر مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة، في قراره رقم (٧/١/٦٥) بشأن الأسواق المالية، إن عقود الاختيارات كما تجري اليوم في الأسواق المالية العالمية هي عقود مستحدثة لا تنضوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة. وبما أن المعقود عليه ليس مالا ولا منفعة ولا حقا ماليا يجوز الاعتياض عنه فإنه عقد غير جائز شرعا، وبما أن هذه العقود لا تجوز ابتداء فلا يجوز تداولها.(٢)

ولا يوجد أي قرار متعلق بعقود الخيارات من اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية لعدم وصول البحث حتى الآن لدراسة عقود الخيارات من الناحية الشرعية.(٣)

(١) الاسلامبولي، العقود المستقبلية ورأي الشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص. ٢٧٦-٢٧٧.
(٢) مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، ١٩٩٢، ص. ٧١٥.
(٣) المقابلة بتليفون مع السيد نيك روسلين نيك جعفر، نائب المدير، قسم رأس المال الإسلامي، هيئة الأوراق المالية الماليزية، بتاريخ ١٠ أبريل/نيسان ٢٠٠٦، في الساعة التاسعة صباحا (التوقيت المحلي الأردني) / في الساعة الثالثة مساء (التوقيت المحلي الماليزي).

الرأي الثاني : المجيزون، منهم:

١) الدكتور أحمد يوسف سليمان في بحثه "رأي التشريع في البورصة" في الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، حيث يقول بأن الشرط الذي اتفق العاقدان عليه في البورصة، شرط صحيح، وأن هذا المال الذي أخذه البائع من المشتري فهو حق فلا يرد إلى دافعه، قال تعالى : " يا أيها الذين آمنوا أوفوا بالعقود ".[١] وقال صلى الله عليه وسلم: " المسلمون على شروطهم إلا شرطا أحل حراما، أو حرم حلالا ".[٢] ويرى أيضا جواز العمليات الآجلة الشرطية المركبة والمزدوجة (المضاعفة)، إذا كانت الكمية المضاعفة معلومة ولنفس الأسباب.[٣]

٢) الدكتور محمد علي القري: يرى أيضا جواز الخيارات، حيث يرى أنها تحتوي على إشكالات فقهية، ولكنها لا يجب أن نضرب عن هذه العمليات صفحا بسبب تلك الإشكالات بل لابد من فهم المغزى الحقيقي لوجودها، ثم محاولة الوصول إلى صيغة لتلافي تلك الإشكالات والمحاذير الشرعية. إن الخيارات هو حق والتزام. وأن خيار الطلب وخيار البيع ليس متلازمين بل هما عقدان مستقلان يعمل كل منهما بمعزل عن الآخر.[٤]

---

(١) سورة المائدة، الآية ١.

(٢) أخرجه الترمذي والبخاري وأبي داود، سنن أبي داود، السجستاني، مكتبة الرشد، الطبعة الأولى، الرياض، ٢٠٠٣، ص. ٣٩٥ في كتاب الأقضية، باب الصلح، وانظر أيضا البخاري، صحيح البخاري، المجلد الثاني، دار صادر، بيروت-لبنان، ٢٠٠٥، ص. ٣٩٠ في كتاب الإجارة، باب أجر السمسرة.

(٣) سليمان، أحمد يوسف، رأي التشريع في مسائل البورصة، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، الجزء الخامس، الاتحاد الإسلامي للبنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، ١٩٨٢، ص. ٤٢٥.

(٤) القري، محمد علي، نحو سوق مالية إسلامية، دراسات اقتصادية إسلامية، مج ١، العدد ١، ١٩٩٣، ص. ٢١-٢٢.

٣) الدكتور هاشم كمالي : إن التداول في الخيارات هو وسيلة مفيدة لتقليل المخاطرة وهو الوسيلة لتعويض البائع للامتياز (يعني الحق في تنفيذ العقد) الذي منحه البائع للمشتري قياسا على نظرية خيار الشرط المعروف في الفقه الإسلامي.(1)

الترجيح :

بعد تأملنا أدلة الفريقين، يتبين للباحثة بأن الأدلة التي استدل بها المجيزون هي أدلة ضعيفة في بناء حجتهم. وعقود الخيارات تتضمن الغرر والقمار لأن الكسب لطرف وهو مشتري الخيار يقابله الخسارة للطرف الآخر وهو محرر الخيار. ولا يمكن أن تقاس عقود الخيارات على خيار الشرط المعروف في الفقه الإسلامي لأن الخيار الشرعي جزء من عقد البيع وليس مستقل دون عقد البيع، ترتبط أحكامه الشرعية بعقد البيع. أما الخيار المالي فهو عقد مستقل عن عقد البيع وليس محله أسهم أو سندات أو أعيان ولكنه الحق محض.

(1) Kamali, Mohammad Hashim, Islamic Commercial Law : An Analysis of Futures and Options, Islamic Text Society, UK, 2000, p. 203.

الخاتمة :
النتائج والتوصيات

الخاتمة

تحتوي خاتمة الدراسة على أمرين رئيسيين :

أولا: الاستنتاجات التي توصل إليها الباحثة.
ثانيا: التوصيات تقدمها هذه الدراسة.

- أولا : النتائج

لقد توصلت في هذه الدراسة إلى النتائج التالية :

١) إن سوق المشتقات هي الوسيلة المستحدثة المستخدمة لتقليل المخاطرة في الاستثمار ولذلك نلاحظ سماح هذه السوق بنقل الخطر من أولئك الذين يريدون إزالته أو إنقاصه إلى أولئك الذين يريدون اتخاذه أو زيادته. والنتيجة من ذلك، يوجد المضاربون والمتحوطون الذين يتعاملون في هذه السوق.

٢) إن الهدف الرئيسي في التداول بعقود المستقبليات في الحقيقة ليس فقط المضاربة، لأن الهدف الرئيسي هو توفير فرصة للمستثمرين في إدارة المخاطرة خاصة للتحوط من تقلبات أسعار الأوراق المالية. والمضاربة على الأسعار هو أمر غير مسموح عند التداول بالمستقبليات كما هو موصوف في قانون صناعة المستقبليات لعام ١٩٩٣ في البند رقم (٨٢)(أ) – section 82(a) ، بأنه لا يسمح للمتعاملين في السوق بالتلاعب أو المضاربة على الأسعار عند التداول بالمستقبليات، كما أن المضاربة على الأسعار غير جائزة شرعا. ولكن معظم المعاملات في عقود المستقبليات كما يجري في البورصة في الوقت الحالي تقوم على أساس المقامرة لأن المتعاملين بهذه العقود لا يقصدون من معاملاتهم سوى

المقامرة وجني الأرباح من خلال المضاربات ولذلك تصبح هذه العقود غير جائزة شرعا.

٣) إن سوق المشتقات مفيدة للصناعة المالية الإسلامية بشرط أن يكون هناك تعديلات مناسبة لكي تصبح موافقة للشريعة مع ضرورة وجود الرقابة الشرعية لضمان سلامتها من المخالفات الشرعية.

٤) يمكن أن نقول بأن عقود المستقبليات للسلع من بيع الموصوف على الصفة بلفظ البيع، ولذلك يمكن أن يكون هناك تأجيل الثمن إلى المستقبل لكي تكون خارجة من بيع الكالئ بالكالئ.

٥) إن عقود المستقبليات خاصة عقود المستقبليات للسلع ليست من بيع المعدوم وبيع ما ليس عند المتعاملين. والمعدوم غير جائز بسبب عدم قدرة البائع على تسليم المبيع، سواء ذلك المبيع موجودا أو غير موجود إطلاقا حيث يوجد فيه الغرر وليس بسبب عنصر المعدوم فيه. ولا يوجد خوف من فشل البائع في تسليم السلعة لأن بيت المقاصة سيكون ضامنا ومسؤولا عن مخاطر عدم التسديد وعدم تنفيذ الالتزامات. ذلك لأن البند رقم (٨٠٠) – Rule 800 من النظام التجاري للبورصة الماليزية المقاصة للمشتقات المحدودة (Bursa Malaysia Derivatives Clearing Berhad) يقول، يجب على المشتري أن يستلم السلعة، وعلى البائع أن يسلم المبيع. وفي حالة فشل بيت المقاصة في تسليم المبيع، يقول البند رقم (١١٠٢)(أ)(١)- Rule 1102(a)(i) من ذلك النظام، لا بد على بيت المقاصة أن يطالب البورصة في تزويد سعر التسوية الطارئ ، وعلى البائع أن يدفع التعويض كما يحددها البورصة في فشله لتسليم المبيع.

٦) ولا يجوز التعامل بعقود المستقبليات للأوراق المالية ذات دخل ثابت لقيامها على ربا النسيئة كما لا يجوز التداول بعقود المستقبليات لمؤشر كوالا لمبور المركب لأنها تقوم على المقامرة والغرر.

٧) يجوز التداول بعقود المستقبليات ما دامت تخلو من المخالفات الشرعية مثل الغرر والربا والمقامرة مع وجود الرقابة الشرعية عليها لضمان سلامتها من المخالفات الشرعية .

٨) لا يجوز التداول بعقود الخيارات لأنها تتضمن الغرر والقمار لأن الكسب لطرف وهو مشتري الخيار يقابله الخسارة للطرف الآخر وهو محرر الخيار.

٩) يمكن أن نقول إن التحوط من المبدأ الذي يتفق مع مقاصد الشريعة في حفظ المال. والغاية من التحوط هو حماية الأصول من التغير غير المتوقع وغير المرغوب ولابد من توافر الشروط المعينة حتى لا يخالف الشريعة.

١٠) إن سوق المشتقات مهمة لسوق رأس المال لأنها تدعم تطوير سوق رأس المال في ماليزيا، كما إن احد عوامل تنمية سوق رأس المال الماليزية هي التطوير في سوق المشتقات.

- ثانيا : التوصيات

تتركز التوصيات التي تقدمها هذه الدراسة في النقاط التالية :

١) ضرورة العمل على إيجاد سوق المشتقات الإسلامية أو إيجاد قسم خاص للمشتقات الإسلامية تحت سوق رأس المال الإسلامي التي تخضع للرقابة الشرعية من أجل تنقيتها من الأدوات المالية المحرمة لضمان سلامتها من المخالفات الشرعية وزيادة فعاليتها.

٢) يجب على العلماء والباحثين في الصناعة المالية الإسلامية أن يعملوا على تطوير أدوات مالية إسلامية خاصة فيما يتعلق بإدارة المخاطرة لجذب أكثر المستثمرين للمشاركة في الصناعة المالية لتطوير سوق رأس المال الإسلامي.

٣) ضرورة الاستفادة من جميع الايجابيات التي توجد في سوق المشتقات وتطبيقها في الصناعة المالية الإسلامية.

٤) لا ترفض عقود المشتقات لأنها مفيدة في الصناعة المالية الإسلامية خاصة حماية المستثمرين من المخاطر التي تحدث من تغييرات غير المتوقعة في أسعار الأصول.

٥) يجب أن يكون التحوط مبدأ مقبولا في الصناعة المالية الإسلامية لأنه يتوافق مع مقاصد الشريعة في حفظ المال.

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع

أولا : المراجع العربية

١) القرآن الكريم

٢) ابن أثير، جامع الأصول من أحاديث الرسول، الجزء الأول، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان، ١٩٨٣.

٣) ابن حجر، أحمد بن علي، فتح الباري شرح صحيح البخاري، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، دار الكتب العلمية، بيروت-لبنان، د.ت.

٤) ابن رشد، بداية المجتهد، ونهاية المقتصد، المجلد الرابع، الطبعة الأولى، دار الكتب العلمية، بيروت- لبنان، ١٩٩٦.

٥) ابن عابدين، حاشية رد المحتار على الدر المختار: شرح تنوير الأبصار، الجزء الخامس، الطبعة الثانية، دار الفكر، بيروت، ١٩٧٩.

٦) ابن قدامة، المغني والشرح الكبير، الجزء الرابع، (دار الفكر، عمان)، دار الكتب العلمية، بيروت- لبنان، ١٩٨٠.

٧) ______ ، المغني، الجزء السادس، الطبعة الرابعة، دار عالم الكتب، المملكة العربية السعودية، ١٩٩٩.

٨) ابن قيم، محمد بن أبي بكر، إعلام الموقعين، الجزء الثالث، دار الجيل، بيروت، ١٩٧٣.

٩) ابن مفلح، شمس الدين أبو عبد الله محمد، كتاب الفروع، الطبعة الرابعة، الجزء الرابع، عالم الكتاب، بيروت، لبنان، ١٩٨٤.

١٠) ابن منظور، لسان العرب، دار إحياء التراث العربي ومؤسسة العربي، بيروت، لبنان، الطبعة الثالثة، الجزء التاسع، ١٩٩٩.

١١) الاسلامبولي، أحمد محمد خليل، العقود المستقبلية ورأي الشريعة الإسلامية، رسالة لنيل درجة الدكتوراه من الجامعة الأمريكية المفتوحة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، جدة، ٢٠٠٣.

١٢) الإمام النووي، المجموع شرح المهذب، الجزء ١٤، دار الفكر، د.ن، د.ت.

١٣) الإمام مالك بن أنس الأصبحي، المدونة الكبرى، الجزء الرابعة، دار الفكر، بيروت، ١٩٧٨.

١٤) البخاري، صحيح البخاري (١-٢-٣)، دار إحياء التراث العربي، ١٩٨٠.

١٥) ______، صحيح البخاري، المجلد الثاني، دار صادر، بيروت- لبنان، ٢٠٠٥.

١٦) بدران أبو العنين بدران، تاريخ الفقه الإسلامي ونظرية الملكية والعقود، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، ١٩٨٧.

١٧) البركتي، عميم الإحسان المجددي ، التعريفات الفقهية، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، ٢٠٠٣.

١٨) البرواري، شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، ٢٠٠٢.

١٩) بغدادي، مجمع الضمانات في مذهب الإمام الأعظم أبي حنيفة النعمان، الطبعة الأولى، عالم الكتب، بيروت، ١٩٨٧.

٢٠) الجزيري، عبد الرحمن، الفقه على المذاهب الأربعة، الطبعة الأولى، دار الكتب العلمية، بيروت ولبنان، ٢٠٠٣.

٢١) جمل، جمال جويدان، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٢.

٢٢) حبش، محمد محمود، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة (تطبيقات عملية)، الطبعة الأولى، تم طباعة هذا الكتاب بدعم من بنك الأردن المحدود، عمان، ١٩٩٨.

٢٣) حطاب، محمد بن محمد، مواهب الجليل لشرح مختصر خليل، الطبعة الثانية، الجزء الرابع، دار الفكر، ١٩٧٨.

٢٤) خريوش، حسني علي وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، الشركة الدولية للتجهيزات والخدمات الهندسية والمكتبية، عمان، ١٩٩٦.

٢٥) خلف، فليح حسن، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، جدارا للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٦.

٢٦) دبور، انور محمد، المدخل لدراسة الفقه الإسلامي، دار الثقافة العربية، القاهرة، ١٩٨٧.

٢٧) الدريني، فتحي، المناهج الأصولية، الطبعة الثانية، الشركة المتحدة للتوزيع، دمشق، ١٩٨٥.

٢٨) دية، عبد المجيد عبد الله، القواعد والضوابط الفقهية لأحكام المبيع في الشريعة الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النفائس، الأردن، ٢٠٠٥.

٢٩) رضوان، سمير، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، ١٩٩٦.

٣٠) الزحيلي، وهبة مصطفى ، المعاملات المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، ٢٠٠٢.

٣١) زويل، محمود أمين، بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق- أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، إسكندرية، ٢٠٠٠.

٣٢) السجستاني، سنن أبي داود، مكتبة الرشد، الطبعة الأولى، الرياض، ٢٠٠٣.

٣٣) السرخسي، شمس الدين، المبسوط، الجزء الثالث عشر، المجلد السابع، الطبعة الثالثة، دار المعرفة، بيروت-لبنان، ١٩٧٨.

٣٤) ______، شمس الدين، المبسوط، الجزء العشرون، المجلد العاشر، دار المعرفة، بيروت، ١٩٩٨.

٣٥) السيوطي، نظرية الغرر في البيوع، الطبعة الأولى، دار السلام، القاهرة، ٢٠٠٥.

٣٦) ______، الأشباه والنظائر في قواعد وفروع الشافعية، المجلد الثاني، الطبعة الأولى، دار السلام، القاهرة، ١٩٩٨.

٣٧) سليمان، أحمد يوسف، رأي التشريع في مسائل البورصة، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، الجزء الخامس، الاتحاد الإسلامي للبنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، ١٩٨٢.

٣٨) شبير، محمد عثمان، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، الطبعة الرابعة، دار النفائس، الأردن، ٢٠٠١.

٣٩) الشربيني، شمس الدين محمد بن أحمد الخطيب، الإقناع في حل ألفاظ أبي شجاع، الجزء الأول، دار المعرفة للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، ١٩٠٠.

٤٠) ـــــــ، مغني المحتاج، الجزء الثاني، دار الفكر، ١٩٨٠.

٤١) شواط، الحسين وحميش، عبد الحق، فقه العقود المالية، دار البيارق، عمان، الأردن وبيروت لبنان، الطبعة الأولى، ٢٠٠١.

٤٢) الشوكاني، نبيل الأوطار، الجزء الرابع، الطبعة الثانية، دار الوفاء للطباعة والنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، ٢٠٠٣.

٤٣) عبد الحافظ، السيد البدوي، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة، توزيع دار الفكر العربي، القاهرة، ١٩٩٩.

٤٤) عبد الرحمن، رمضان حافظ، البيوع الضارة، الطبعة الأولى، دار السلام، القاهرة، ٢٠٠٥.

٤٥) علي حيدر، درر الحكام شرح مجلة الأحكام، الجزء الأول، مكتبة النهضة، بيروت- لبنان، د.ت.

٤٦) عمر، حسن، موسوعة الاقتصادية، ط. ٤، دار الفكر العربي، القاهرة، ١٩٩٢.

٤٧) العياشي، فداد، البيع على الصفة للعين الغائبة وما يثبت في الذمة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، جدة، الطبعة الأولى، ٢٠٠٠.

٤٨) القرضاوي، يوسف، فقه الزكاة ، الجزء الثاني، الطبعة ٢٤، مؤسسة الرسالة، بيروت ولبنان، ٢٠٠٠.

٤٩) قرياقص، رسمية، أسواق المال، دار الجامعية، الإسكندرية، ١٩٩٩.

٥٠) الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، الجزء الرابع، الطبعة الثالثة، دار إحياء التراث العربي، بيروت- لبنان، ٢٠٠٠.

٥١) ______ ، بدائع الصنائع، الجزء الخامس، دار الكتب العلمية، بيروت، د.ت

٥٢) ______ ، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، دار الكتاب العربي، الطبعة الثانية، الجزء الخامس، بيروت، لبنان، ١٩٨٢.

٥٣) المرداوي، علاء الدين علي بن سليمان، الإنصاف في معرفة الراجح من الخلاف على مذهب الإمام أحمد بن حنبل، صححه محمد حامد، الجزء الخامس، الطبعة الأولى، مطبعة السنة المحمدية، ١٩٥٦.

٥٤) مجد الدين محمد بن يعقوب الفيروز آبادي، القاموس المحيط ، المؤسسة الرسالة، بيروت، لبنان، الجزء الأول، د.ت.

٥٥) مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط دار إحياء التراث العربي، الطبعة الثانية، الجزء الثاني، د.ت.

٥٦) المصري، رفيق يونس، فقه المعاملات المالية، الطبعة الأولى، دار القلم، دمشق، ٢٠٠٥.

٥٧) مصطفى، محمود أحمد مروح، الكفالة : أنواعها وطرق الإبراء منها، الطبعة الأولى، دار النفائس، الأردن، ٢٠٠٣.

٥٨) المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية ٢٠٠٤، النص الكامل التي تم اعتمادها حتى ربيع الأول ١٤٢٥ هـ - مايو ٢٠٠٤.

٥٩) معروف، هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٣.

٦٠) ملاك، وسام، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، مكتبة رأس النبع، بيروت، ٢٠٠٣.

٦١) موسى، كامل، أحكام المعاملات، مؤسسة الرسالة ودار الإيمان، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، ١٩٩١.

٦٢) الميداني، اللباب شرح الكتاب، الجزء الثاني، الطبعة الرابعة، دار الكتاب العربي، ، بيروت، ١٩٦١.

٦٣) النووي، يحيى الدين بن شرف، روضة الطالبين وعمدة المفتين، المكتب الإسلامي، الطبعة الثانية، الجزء الرابع، بيروت ودمشق، ١٩٨٥.

٦٤) هارون، محمد صبري، أحكام الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار النفائس، الأردن، ١٩٩٩.

٦٥) هاني، حسين بني، الأسواق المالية طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، الطبعة الأولى، دار الكندي، عمان، ٢٠٠٢.

٦٦) الهزايمة، محمد عوض ونجيب، مصطفى أحمد، المدخل إلى دراسة التشريع الإسلامي، دار عمار، الطبعة الأولى، ١٩٩١.

٦٧) ______ ، فقه المعاملات، دار عمار للنشر والتوريع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، ١٩٩٠.

٦٨) هندي، منير إبراهيم، الأسواق الحاضرة والمستقبلية : أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، البحرين، ١٩٩٤.

٦٩) ________ ، إدارة المنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٤.

٧٠) ياسين، محمد نعيم، الجهالة وأثرها في عقود المعاوضات، الطبعة الأولى، دار النفائس، الأردن، ٢٠٠٦.

المجلات والدوريات

١) حماد، نزيه، مدى جواز أخذ الأجر على الكفالة في الفقه الإسلامي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز : الاقتصاد الإسلامي، جدة، ١٩٩٧.

٢) الزحيلي، وهبة مصطفى، عقود الاختيارات، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، ١٩٩٢.

٣) الساعاتي، عبد الرحيم عبد الحميد، مستقبليات مقترحة متوافقة مع الشريعة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز : الاقتصاد الإسلامي، مجلد ١٥، ٢٠٠٣.

٤) السلامي، محمد المختار، الاختيارات، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، ١٩٩٢.

٥) الضرير، الصديق محمد الأمين، الاختيارات، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، ١٩٩٢.

٦) عبد الوهاب إبراهيم أبو سليمان، الاختيارات، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، ١٩٩٢.

٧) العثماني، تقي الدين، بيع الحقوق المجردة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، جدة، العدد الخامس، الجزء الثالث، ١٩٨٨

٨) العثماني، محمد تقي، عقود المستقبليات في السلع في ضوء الشريعة الإسلامية، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، ١٩٩٢.

٩) القرة داغي، علي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، ١٩٩٢.

١٠) القري، محمد علي، نحو سوق مالية إسلامية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، مجلد ١، عدد ١، ١٩٩٣.

١١) مخامرة، وجدي، مستقبليات العملة، البنوك في الأردن، عدد ٨، المجلد الثامن عشر، تشرين الأول - تشرين الثاني ١٩٩٩.

الأبحاث

١) حطاب، كمال توفيق، العقود الآجلة والمستقبليات من منظور إسلامي، جامعة اليرموك، اربد، ٢٠٠٥.

٢) __________ ، عقود الخيارات من منظور إسلامي، جامعة اليرموك، اربد، ٢٠٠٣.

٣) محيي الدين، أحمد ، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، رسالة دكتوراه، مجموعة دلة البركة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، جدة، ١٩٩٥.

المؤتمرات والندوات

١) حطاب، كمال توفيق، نحو سوق مالية إسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، ٢٠٠٥.

٢) زعتري، علاء الدين، التكييف الشرعي للمستقبليات والخيارات والمبادرات والإمكانات العلمية للابتكار بدائل مقبولة لأدوات الوقاء (التحوط) الحديثة، الملتقى السنوي الإسلامي السابع في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، ٢٥-٢٧ سبتمبر ٢٠٠٤.

ثانيا : المراجع الاجنبيه

Books

1) Al-Harran, Saad Abdul Sattar, Islamic Finance : Partnership Financing, Pelanduk Publications, Malaysia, 1993.

2) Baldwin, Kenneth, Risk Management in Islamic Banks, Islamic Finance: Innovation and Growth, Euromoney Books and AAOIFI, London, 2002.

3) Bank Negara Malaysia, The Central Bank and The Financial System in Malaysia – A Decade of Change, 1989-1999, Bank Negara Malaysia (Central Bank of Malaysia), Kuala Lumpur, 1999.

4) Becket, Michael, An A-Z of Finance, Kagan Page, London, 1999.

5) Butterworth Editorial Staff, Islamic Banking and Finance, Butterworth & Co. Ltd, United Kingdom, 1986.

6) D. Anditti, Fred, Derivatives, Harvard Business Scholl Press, USA, 1996.

7) Decovny, Sherree, Swaps, 2nd Edition, Prentice Hall Europe, Europe, 1998.

8) Dewan Bahasa dan Pustaka, Glosari Pasaran Modal Islam, Cetakan Pertama, Dewan Bahasa dan Pustaka, Kuala Lumpur, 2005.

9) Harrison, Matthew, Asia-Pacific Securities Markets, 4th Edition, Sweet & Maxwell Asia, Hong Kong, 2003.

10) Inglis-Taylor, Andrew, Dictionary of Derivatives, Macmillan Press Ltd, United Kingdom, 1995.

11) Institut Bank-bank Malaysia, Guide to the Malaysian Capital Market, Pelanduk Publications (M) Sdn. Bhd, Kuala Lumpur, 1991.

12) Ibrahim, Ismail, Pelaburan dalam Pasaran Sekuriti, Hadapan dan Opsyen, Cetakan Pertama, Percetakan Dewan Bahasa dan Pustaka, Selangor, Malaysia, 1994.

13) Kamali, Mohammad Hashim, Islamic Commercial Law : An Analysis of Futures and Options, Islamic Text Society, UK, 2000.

14) Khoury, Sarkis J, Speculative Markets, Macmillan Publishing Company, New York, 1984.

15) Kok Kim Lian and Goh Kim Leng, Malaysian Securities Market, Pelanduk Publications, Selangor, Malaysia, 1995.

16) Kok Kim Lian and Goh Kim Leng, Malaysian Securities Market, Pelanduk Publications, Selangor, Malaysia, 1995.

17) L. Gastineau, Gary and P. Kritzman, Mark, The Dictionary of Financial Risk Management, Frank J. Fabozzi Associates, New York, 1996.

18) M. Chance, Don, An Introduction to Derivatives & Risk Management, Thomson South-Western, USA, 2004.

19) ________________, An Introduction to Derivatives & Risk Management, Thompson South-Western, USA, 2004.

20) ____________________, An Introduction to Derivatives, 3rd Edition, The Dryden Press, USA, 1992.

21) ________________, An Introduction to Options and Futures, 3rd Edition, The Dryden Press, USA, 1992.

22) Mc Dougall, Alan, Mastering Swaps Markets, Pearson Education Ltd, Great Britain, 1999.

23) P. Vijaya Bhaskar and B. Mahapatra, Derivatives Simplified: An Introduction to Risk Management, Response Books, New Delhi, 2003.

24) Rahman, Fazlur, Economics Doctrines of Islam, Islamic Publications, Lahore, 1999.

25) Satyajit Das, Swaps and Financial Derivatives, 2nd Edition, IFR Publishing, London, 1994.

26) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Regulations, Module 1, Examination Study Guide, 1999, Revised 2004.

27) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Equity, Stock Market & Securities Law, Module 6, Examination Study Guide, 2000.

28) Securities Commission of Malaysia, Investment Management and Corporate Finance, Malaysian Capital Market, Module 12, Examination Study Guide, 2002.

29) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Futures, Module 2, Examination Study Guide, Revised 2005.

30) Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Options, Module 3, Examination Study Guide, Revised Print 2004.

31) Securities Commission of Malaysia, Resolution of the Securities Commission Syariah Advisory Council, Second Print, October 2003.

32) Steinbeck, George and Erickson, Rosemary, The Futures Markets Dictionary, New York Institute of Finance, USA, 1988.

33) W. Kolb, Robert, Financial Derivatives, New York Institute of Finance, USA, 1993.

34) Yakcop, Nor Mohamed, Teori, Amalan dan Prospek Sistem Kewangan Islam di Malaysia, Utusan Publications & Distributors Sdn. Bhd, Kuala Lumpur, 1996.

Conference and Seminar Papers

1) Abd. Hamid, Abdullah, Introduction to the Securities Commission, Introduction to the Malaysian Capital Market (Contemporary Issues), Conference Hall of the Securities Commission, Malaysia, 3 August 2000.

2) Abdul Malek, Fairuz Helmi, Futures Industry Act 1993 (FIA), SIDC Train-the-Trainer Workshop: Business Rules of Malaysia Derivatives Exchange Bhd. (MDEX), Held by Securities Commission of Malaysia on 16-17 July 2001.

3) ______________________, Regulation of Futures and Options, SIDC Capital Market Workshop Series: The Malaysian Derivatives Market, Organised by Securities Commission of Malaysia, 6 April 2004.

4) ______________________, The Malaysian Derivatives Market, SIDC Capital Market Workshop Series, The Malaysian Derivatives Market, held by Securities Commission of Malaysia, 6th April 2004.

5) Abdullah, Khairil Annuar, Role of Derivatives in the Development of Capital Market, Financial Derivatives in Malaysia, Hilton Hotel, Kuala Lumpur, 15-17 July 1996.

6) Alexander, James B, Choosing the Optimal KLSE Stock Index for Futures Trading, Conference on Stock Index Futures, Holiday Villa, Subang Jaya, Selangor, Malaysia, 26 & 27 February 1992.

7) Alhabshi, Syed Othman, Shariah Regulation : The Role and Future Challenges of Shariah Council, Islamic Banking & Finance Forum, Dubai, UAE, 10-13 November 1996.

8) Bacha, Obiyathullah Ismath, Risk Management and Islamic Capital Markets, The Kuala Lumpur International Islamic Capital Market Conference, 26-27 March 2002.

9) Bakar, Mohd. Daud, Pasaran Hadapan Komoditi Minyak Sawit Mentah : Perspektif Syariah, Seminar Pakar Syariah Ketiga, Suruhanjaya Sekuriti dan JAKIM, Pan Pacific Legacy, Melaka, 30 Oktober 1998.

10) Benefits of Stock-Index Derivatives for the Portfolio Manager, Stock-Index Derivatives Conference, Kuala Lumpur, 26 February 1992.

11) Dagap, Hatta, Market Supervision, Introduction to the Securities Commission, Introduction to the Malaysian Capital Market (Contemporary Issues), Conference Hall of the Securities Commission, Malaysia, 3 August 2000.

12) Duggan, John, Options and Futures Markets in Malaysia, Financial Derivatives and Risk Management Workshop, Kuala Lumpur, 10-13 October 1995.

13) Eddy Ong, Options, SIDC Capital Market Workshop Series : The Malaysian Derivatives Market, 6-7 April 2004.

14) Hamzah Mahmood, Futures and Options, SIDC Capital Market Workshop Series: The Malaysian Derivatives Market, 13-15 September 2001.

15) Hamzah Mahmood, Understanding Futures and Options: Trading in Malaysian Derivatives, Conference Hall 1, Securities Commission of Malaysia, 22 September 2001.

16) Hashim, Kamaruddin, Players and Products of the Derivatives, Capital Market Workshop: The Malaysian Derivatives Market, Conference Hall of Securities Commission, Malaysia, 26-28 February 2002.

17) Ismail, Ahmad Nazri, Futures, SIDC Capital Market Workshop Series : The Malaysian Derivatives Market, Held by Securities Commission of Malaysia, 6-7 April 2004.

18) Jay Baker, Option Terminology and Expiration Payoff Diagrams, Financial Derivatives and Risk Management Workshop, Kuala Lumpur, Organised by Securities Commission of Malaysia, 10-13 October 1995.

19) K. Sree Kumar, Trading In The Derivatives Market, SIDC Train-the-Trainer Workshop : Business Rules of Malaysia Derivatives Exchange Bhd. (MDEX), 16-17 July 2001.

20) Kamali, Mohammad. Hashim, The Futures Contract : A Syariah Perspective, International Islamic Capital Market Conference '97, 15-16 July 1997.

21) Kulatilaka, Nalin, The Role of Derivative Securities in Emerging Capital Market, Workshop on Derivatives for Senior Management, Organised by Securities Commission, 7-9 July 1997, Glenmarie Resort, Kuala Lumpur, Malaysia.

22) Lim Wah Sai, Benefits of Stock Index Futures & Options to Brokers, Investors & Traders, Conference on Stock Index Futures, Holiday Villa, Subang Jaya, Selangor, Malaysia, 26-27 February 1992.

23) Mahmud, Mohd. Azwar, The Market for Financial Futures, Options and Derivatives, The 1994 Conference on Malaysian Capital Markets, Shangri-La Hotel, Kuala Lumpur, 10 March 1994.

24) Manoj Devadasan, Overview of MDEX Business Rules, Capital Market Workshop : The Malaysian Derivatives Market, Conference Hall of Securities Commission, 26-28 February 2002.

25) Mansor, Junaidi, Introduction to the Securities Commission, Introduction to the Malaysian Capital Market (Contemporary Issues), Conference Hall of the Securities Commission, Malaysia, 3 August 2000.

26) Mohamed, Shamsher and Md. Nasir, Annuar, The Efficiency of The Kuala Lumpur Stock Exchange, Universiti Pertanian Malaysia (now known as Universiti Putra Malaysia), Kuala Lumpur, 1993.

27) Ngadimon, Mohd. Nurdin and Rosly, Saiful Azhar, *Konsep*-Konsep Pelaburan, Spekulasi, Ghurmi, Gharar, Perjudian (Maisir) di dalam Islam, First Colloquium : Towards an Islamic Capital Market, Boardroom Penthouse, Securities Commission, Malaysia, 3 June 1994.

28) Satty, Glean, Derivatives For Regulators, Presentation Hosted by Securities Commission, Langkawi Island, Malaysia, 20-21 March, 1995.

29) Schoess, Stephen, Derivatives Instruments, Financial Derivatives and Risk Management Workshop, Jointly Organised by The Securities Industry Development Center (SIDC) of the Securities Commission and the Options Clearing Corporation, Concorde Hotel, Kuala Lumpur, 10-13 October 1995.

30) Securities Commission of Malaysia, Financial Futures Seminar For The Press, 11 December 1995, Securities Commission Auditorium.

31) Securities Commission of Malaysia, Fundamentals of Derivatives Workshop, 7-11 October 1997, Bilik Redang, PWTC, Kuala Lumpur.

32) Securities Commission, Futures Market, Malaysian Capital Market, Briefing Book for the Roundtable, Kuala Lumpur, Malaysia, 16-17 June 1995.

33) Shahabudin, Dato' Syed Abdul Jabbar, Futures and Options in Malaysia, Financial Derivatives and Risk Management Workshop, Concorde Hotel, Kuala Lumpur, 10-13 October 1995.

34) Steven Lai, Futures and Options, Capital Market Workshop : The Malaysian Derivatives Market, Conference Hall, Securities Commission, 26-28 February 2002.

35) Steven Lai, Futures and Options, Capital Market Workshop : The Malaysian Derivatives Market, Conference Hall of Securities Commission, 26-28 February 2002.

36) Steven Lai, The Malaysian Derivatives Market, Capital Market Workshop, Conference Hall of Securities Commission, 26-28 February 2002.

37) Trading in Equity Options and Stock Index Futures, A Practical Workshop on Trading in Equity Options and Stock Index Futures, KLOFFE Sdn. Bhd, Jointly Organised by Association of Merchant Banks in Malaysia, 29-30 June and 1 July 1992.

38) Wilkins, James, Regulatory and Legal Issues Affecting Derivatives, Financial Derivatives in Malaysia, Hilton Hotel, Kuala Lumpur, 15-17 July 1996.

39) Zahari, Zaha Rina, The Malaysia Derivatives Market, SIDC Train-the-Trainer Workshop, Business Rules of Malaysia Derivatives Exchange Bhd. (MDEX), held by Securities Commission of Malaysia, 16th July 2001.

Reports

1) Bursa Malaysia Annual Report 2001.
2) Bursa Malaysia Annual Report 2002.
3) Bursa Malaysia Annual Report 2003.
4) Bursa Malaysia Annual Report 2004.
5) Bursa Malaysia Annual Report 2005.

Journals and Articles

1) Capital My, A Quarterly Newsletter of the Securities Commission of Malaysia April, 2005.

2) Junkus, Joan C, Futures in Up and Down Markets, Derivatives Use, Trading and Regulation, The Official Journal of the FOA, Vol. 9, No. 4, 2004.

3) Mayank Raturi, The Use of Derivatives by US Insurer, The Journal of Risk Finance, Vol. 6, No. 2, 2005.

Articles from Websites

1) Dato' Dr. Munir Abdul Majid, Speech of the former Chairman of the Securities Commission of Malaysia, *The Success of* Derivatives Market in Malaysia: Opportunities & Challenges Ahead from http://www.sc.com.my.

2) Futures Fundamentals, http://www.investopedia.com.

3) Kamali, Mohammad. Hashim, Fiqhi Issues in Commodity Futures from http://www.kantakji.com

6) Sheriff, Mohd. Ridzal, MDEX-The Future of Derivatives, from www.sc.com.my.

7) The KLSE Composite Index Futures Contract, Media Article 1 from http://www.mdex.com.my.

Websites

1) http://www,mdex.com.my

2) http://www.albayan.co.ae

3) http://www.investopedia.com

4) http://www.klse.com.my

5) http://www.mida.gov.my

6) http://www.min.com.my

7) http://www.sc.com.my

8) http://www.ta.com.my

Abstract

Norlia Mat Saed Jaafar, The Malaysian Derivatives Market (An Economic and Shariah Evaluation)
Master of Islamic Economy and Banking,
Department of Islamic Economy and Banking,
Yarmouk University, 2006.

Supervisor :
Dr. Kamal Taufiq Hattab
Dr. Ali Muhammad Al-Hussein Al-Musa

The derivatives market becomes important in the economic sector nowadays because it provides a new mechanism for investors to protect themselves against the risks that happen in the changing of price of securities. Looking at the importance of this market in the present time, this study aims to explain the concept of the derivatives market, history of its existence and its importance in the economic life with a special reference to the experience and application in Malaysia.

The derivatives instruments are traded in Malaysia, firstly, in an organized market that is a particular exchange for derivatives instruments and secondly, traded over-the-counter. However, this study is focused on discussing the derivatives instruments traded in Bursa Malaysia Derivatives Berhad. Therefore, this study comes to explain the present situation of derivatives market in Malaysia, explain the Shariah views on the futures and option contracts, Fiqhi adaptation and the extent of its conformity with Shariah and study the development of Malaysian derivatives market and its roles in developing the Malaysian capital market.

Keywords: Bursa Malaysia Derivatives Berhad, Investment, Hedging, Futures contracts, Options contracts.